



# SalMar ASA

*Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse*

**Dina Dæhli og Ingrid Pedersen**

**Veileder: Leif Atle Beisland**

Selvstendig arbeid – Master i økonomisk styring

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

Formålet med denne utredningen er å beregne et verdiestimat på egenkapitalen til SalMar ASA med tilhørende aksjeverdi per 31.12.2016. Fundamental verdsettelse er valgt som hovedmetode, mens komparativ verdsettelse benyttes som supplerende metode. *Fundamental verdsettelse* bygger på analyse av underliggende økonomiske forhold, samt utarbeidelse av fremtidsregnskap og fremtidskrav. Verdien av egenkapitalen beregnes som *nåverdi av forventede fremtidige verdistrømmer*.

Utredningens første del gir en presentasjon og analyse av de viktigste forholdene ved SalMar og oppdrettsnæringen. Denne viser at de største mulighetene i bransjen ligger i teknologisk utvikling, som blant annet kan bidra til å redusere dagens største trussel tilknyttet lakselus. Analysen av SalMars interne ressurser viser blant annet at deres produksjonsanlegg InnovaMar gir dem et midlertidig konkurransefortrinn. Imidlertid kan denne ressursen imiteres av konkurrentene og følgelig kan det ikke forventes at fortrinnet vil vedvare i fremtiden. Dette viser at forhold felles for bransjen virker å representere større muligheter enn interne forhold ved SalMar.

I andre del av utredningen utføres en kvantitativ regnskapsanalyse av SalMar og bransjen. Risikoanalyser viser at aktørene er solid finansiert og følgelig oppnår en høy rating. Innsikt fra risikoanalysen benyttes ved beregning av avkastningskrav, som videre brukes til å tallfeste en strategisk fordel i analyse av lønnsomhet. En høy strategisk fordel viser historisk god lønnsomhet, der driftsforhold felles for bransjen gir størst bidrag til superrentabilitet. Finansiering med gjeld bidrar til å øke den underliggende driftsfordelen ytterligere.

I utredningens tredje del utarbeides fremtidsregnskap og fremtidskrav basert på innsikt fra første og andre del. Dette legger grunnlaget for siste del der selve verdsettelsen gjennomføres. Tre ulike metoder gir gjennom en stegvis konvergeringsprosedyre et samlet fundamentalt verdiestimat. Deretter belyses usikkerheten gjennom simulering og sensitivitetsanalyser. Verdiestimatene fra fundamental og komparativ verdsettelse vektes for å finne et samlet verdiestimat på egenkapitalen til SalMar.

Endelig verdiestimat for SalMar-aksjen beregnes til 247,93 kr. og resulterer i en *hold-anbefaling*.

## Forord

Denne utredningen er skrevet som en del av vår mastergrad i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole. Begge forfattere har valgt *økonomisk styring* som hovedprofil, og et naturlig valg av tema for det selvstendige arbeidet ble *strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse*.

Utredningen bygger på kurset *Rekneskapsanalyse og verdivurdering* som undervises av professor Kjell Henry Knivsflå. En utredning av denne karakter og omfang krever innsikt og anvendelse av temaer som regnskap, strategi og finans. Arbeidet har utfordret oss på forståelse av teori, rimelighetsvurderinger og evnen til å gjøre selvstendige valg. Denne kombinasjonen har gjort at vi sitter igjen med en dypere forståelse av fag og tema vi har møtt gjennom utdanningen ved NHH.

Arbeidet med utredningen har vært en lærerik prosess som har gitt oss innblikk i en av Norges viktigste eksportnæringer. Vi har fått en bedre forståelse av verdidriverne i næringen, samt innsikt i hvordan laksen vi spiser blir til.

Vi vil takke vår veileder Leif Atle Beisland for gode innspill og tilbakemeldinger gjennom hele prosessen.

Bergen, desember 2016

---

Dina Dæhli

---

Ingrid Pedersen



# Innholdsfortegnelse

<b>SAMMENDRAG</b> .....	<b>2</b>
<b>FORORD</b> .....	<b>3</b>
<b>INNHALDSFORTEGNELSE</b> .....	<b>5</b>
<b>1. INNLEDNING</b> .....	<b>9</b>
1.1 MOTIVASJON .....	9
1.2 MÅLSETTING.....	9
1.3 AVGRENSNING .....	10
1.4 STRUKTUR.....	11
<b>2. PRESENTASJON AV BRANSJEN OG SALMAR</b> .....	<b>12</b>
2.1 INTRODUKSJON TIL OPPDRETTSNÆRINGEN.....	12
2.1.1 <i>Historisk tilbakeblikk og dagens situasjon</i> .....	13
2.1.2 <i>Verdikjeden</i> .....	13
2.1.3 <i>Vertikal og horisontal integrasjon</i> .....	15
2.1.4 <i>Prisdannelse</i> .....	16
2.2 MAKROFORHOLD .....	17
2.2.1 <i>Politiske og lovmessige forhold</i> .....	17
2.2.2 <i>Økonomiske forhold</i> .....	19
2.2.3 <i>Miljømessige forhold</i> .....	21
2.3 KONKURRENTER.....	22
2.4 SALMAR.....	25
2.4.1 <i>Historie</i> .....	25
2.4.2 <i>Virksomhetsområder</i> .....	26
2.4.3 <i>Forskning og teknologi</i> .....	28
2.4.4 <i>Historisk kursutvikling og eierstruktur</i> .....	28
2.4.5 <i>Hvordan SalMar avviker fra "gjennomsnittsbedriften" i bransjen</i> .....	29
<b>3. VALG AV METODE</b> .....	<b>31</b>
3.1 FUNDAMENTAL VERDSETTELSE .....	31
3.2 KOMPARATIV VERDSETTELSE.....	32
3.3 OPSJONSBASERT VERDSETTELSE .....	33
3.4 VALG AV METODE – FUNDAMENTAL VERDSETTELSE .....	33
3.5 RAMMEVERK FOR FUNDAMENTAL VERDSETTELSE .....	35
<b>4. STRATEGISK ANALYSE</b> .....	<b>36</b>

---

4.1	RAMMEVERK FOR STRATEGISK ANALYSE.....	36
4.2	EKSTERN BRANSJEORIENTERT ANALYSE .....	36
4.2.1	<i>Makroforhold</i> .....	37
4.2.2	<i>Bransjeforhold</i> .....	42
4.3	INTERN RESSURSORIENTERT ANALYSE .....	46
4.3.1	<i>VRIO-analyse</i> .....	46
4.3.2	<i>Oppsummering av ressursene</i> .....	50
4.4	OPPSUMMERING AV STRATEGISK ANALYSE .....	51
<b>5.</b>	<b>REGNSKAPSANALYSE.....</b>	<b>53</b>
5.1	RAMMEVERK OG PRAKTISKE VALG.....	53
5.1.1	<i>Rammeverk for regnskapsanalyse</i> .....	53
5.1.2	<i>Praktiske valg</i> .....	55
5.2	PRESENTASJON AV RAPPORTERTE TALL .....	57
5.2.1	<i>Trailing</i> .....	59
5.3	OMGRUPPERING FOR INVESTORORIENTERT ANALYSE .....	62
5.3.1	<i>Omgruppering av resultatregnskapet</i> .....	62
5.3.2	<i>Omgruppering av balansen</i> .....	66
5.4	JUSTERING AV MÅLEFEIL.....	69
5.5	OMGRUPPERT OG JUSTERT RESULTATREGNSKAP OG BALANSE .....	72
<b>6.</b>	<b>ANALYSE AV RISIKO .....</b>	<b>74</b>
6.1	ANALYSE AV KORTSIKTIG RISIKO – LIKVIDITETSANALYSE .....	75
6.2	ANALYSE AV LANGSIKTIG RISIKO - SOLIDITETSANALYSE .....	79
6.3	OPPSUMMERING – SYNTETISK RATING.....	83
<b>7.</b>	<b>HISTORISKE KRAV .....</b>	<b>86</b>
7.1	TEORI FOR AVKASTNINGSKRAV .....	86
7.2	EGENKAPITALKRAV OG MINORITETSKRAV .....	86
7.2.1	<i>Risikofri rente</i> .....	87
7.2.2	<i>Markedsrisikopremie</i> .....	88
7.2.3	<i>Historisk gjennomsnittlig egenkapitalbeta</i> .....	89
7.2.4	<i>Årlig egenkapitalbeta</i> .....	92
7.2.5	<i>Illikviditetspremie</i> .....	92
7.2.6	<i>Egenkapitalkrav</i> .....	93
7.2.7	<i>Minoritetskrav</i> .....	94
7.3	FINANSIELLE KRAV.....	94
7.3.1	<i>Finansielt gjeldskrav</i> .....	95

7.3.2	<i>Finansielt eiendelskrav</i> .....	97
7.3.3	<i>Netto finansielt gjeldskrav</i> .....	98
7.4	SELSKAPSKRAV.....	99
7.5	OPPSUMMERING AV AVKASTNINGSKRAV.....	100
<b>8.</b>	<b>ANALYSE AV LØNNSOMHET OG STRATEGISK FORDEL</b> .....	<b>102</b>
8.1	STRATEGISK FORDEL.....	103
8.2	RAMMEVERK.....	105
8.3	DRIFTSFORDEL.....	105
8.3.1	<i>Strategisk fordel drift</i> .....	106
8.3.2	<i>Gearingfordel drift</i> .....	116
8.3.3	<i>Oppsummering av driftsfordel</i> .....	117
8.4	FINANSIERINGSFORDEL .....	117
8.4.1	<i>Fordel netto finansiell gjeld</i> .....	118
8.4.2	<i>Minoritetsfordel</i> .....	120
8.4.3	<i>Oppsummering av finansieringsfordel</i> .....	120
8.5	OPPSUMMERING AV STRATEGISK FORDEL.....	121
<b>9.</b>	<b>FREMTIDSREGNSKAP</b> .....	<b>123</b>
9.1	RAMMEVERK.....	123
9.2	VALG AV BUDSJETTHORISONT, DETALJNIVÅ OG TEKNIKK FOR FREMSKRIVING .....	124
9.2.1	<i>Valg av budsjetthorisont</i> .....	124
9.2.2	<i>Valg av detaljnivå</i> .....	124
9.2.3	<i>Valg av teknikk for fremskriving</i> .....	125
9.3	ANALYSE AV DRIFTSINNTEKTSVEKST .....	125
9.4	ANDRE BUDSJETTDRIVERE.....	130
9.4.1	<i>Netto driftseiendeler</i> .....	130
9.4.2	<i>Netto driftsresultat</i> .....	132
9.4.3	<i>Netto finansiell gjeld</i> .....	134
9.4.4	<i>Netto finanskostnad</i> .....	136
9.4.5	<i>Minoritetsinteresser</i> .....	137
9.4.6	<i>Netto minoritetsresultat</i> .....	138
9.5	FREMTIDIG RESULTATREGNSKAP, BALANSE OG KONTANTSTRØM.....	139
<b>10.</b>	<b>FREMTIDSKRAV OG FREMTIDIG STRATEGISK FORDEL</b> .....	<b>142</b>
10.1	FREMTIDSKRAV TIL EIGENKAPITAL OG MINORITET.....	142
10.2	FINANSIELLE KRAV .....	146
10.3	FREMTIDIG SELSKAPSKRAV.....	149

10.4	FREMTIDIG STRATEGISK FORDEL.....	149
<b>11.</b>	<b>FUNDAMENTAL VERDSETTELSE .....</b>	<b>152</b>
11.1	EGENKAPITALMETODEN.....	152
11.1.1	<i>Utbyttmodellen.....</i>	<i>152</i>
11.1.2	<i>Fri kontantstrøm-modellen.....</i>	<i>153</i>
11.1.3	<i>Superprofittmodellen.....</i>	<i>153</i>
11.1.4	<i>Superprofittvekstmodellen.....</i>	<i>154</i>
11.2	SELKAPSKAPITALMETODEN.....	154
11.2.1	<i>Sysselsatt kapitalmetoden.....</i>	<i>154</i>
11.2.2	<i>Netto driftskapitalmetoden.....</i>	<i>154</i>
11.3	FØRSTE VERDIESTIMAT .....	155
11.3.1	<i>Egenkapitalmetoden.....</i>	<i>155</i>
11.3.2	<i>Sysselsatt kapitalmetoden.....</i>	<i>156</i>
11.3.3	<i>Netto driftskapitalmetoden.....</i>	<i>157</i>
11.3.4	<i>Oppsummering av første verdierestimater.....</i>	<i>158</i>
11.4	KONVERGERINGSPROSEDYRE .....	158
11.5	ANALYSE AV USIKKERHET .....	160
11.5.1	<i>Konkurssannsynlighet.....</i>	<i>160</i>
11.5.2	<i>Simuleringsanalyse.....</i>	<i>161</i>
11.5.3	<i>Sensitivitetsanalyse.....</i>	<i>167</i>
11.6	OPPSUMMERING AV FUNDAMENTAL VERDSETTELSE.....	169
<b>12.</b>	<b>KOMPARATIV VERDSETTELSE .....</b>	<b>170</b>
12.1	MULTIPLIKATORER .....	170
12.2	KOMPARATIVE VERDIESTIMAT.....	173
12.2.1	<i>Verdiestimater med Pris/Fortjeneste .....</i>	<i>174</i>
12.2.2	<i>Verdiestimater med Pris/Bok.....</i>	<i>175</i>
12.2.3	<i>Verdiestimater med EV/EBITDA.....</i>	<i>176</i>
12.2.4	<i>Verdiestimater med EV/Produsert volum.....</i>	<i>177</i>
12.3	OPPSUMMERING AV KOMPARATIV VERDSETTELSE .....	178
<b>13.</b>	<b>OPPSUMMERING OG HANDLINGSSTRATEGI.....</b>	<b>179</b>
13.1	OPPSUMMERING.....	179
13.2	HANDLINGSSTRATEGI .....	182
	<b>LITTERATURLISTE.....</b>	<b>184</b>
	<b>TABELL- OG FIGUROVERSIKT.....</b>	<b>196</b>



# 1. Innledning

Innledningsvis i utredelsen presenteres vår motivasjon for valg av tema og verdsettelsesobjekt. Videre presenteres målsettingen for utredningen og det foretas nødvendige avgrensninger. Avslutningsvis presenteres utredningens struktur.

## 1.1 Motivasjon

Våre faginteresser har gjennom hele studiet relatert seg til økonomistyring og regnskap. Derfor valgte vi begge økonomisk styring som hovedprofil i vår mastergrad. Da vi på masternivå valgte å ta kurset *Rekneskapsanalyse og verdivurdering* var det fordi vi ønsket å få en dypere forståelse av bakenforliggende verdidrivere for et selskap. Samtidig ville det gi en nyttig kombinasjon og anvendelse av fagområdene strategi, finans og regnskap. Det er derimot store kontraster mellom teori og praksis. Av nysgjerrighet ønsket vi derfor å finne ut hvordan verdsettelse kan utføres i praksis og hvilke utfordringer som oppstår underveis. Dermed ble det tidlig besluttet at vår utredning skulle handle om verdsettelse.

Etter vurdering av en rekke ulike bransjer, falt valget på oppdrettsnæringen. Årsaken var at bransjen i den senere tid har fått mye omtale i media, i både positiv og negativ forstand. Ofte blir det hintet om at laks er Norges neste olje, samtidig som bred kritikk blir rettet mot bransjens håndtering av lakselus og andre sykdommer. Til tross for eksistensen av kritiske røster, er vi overbevist om at næringen vil være svært viktig for Norge i fremtiden. Derfor har vi også lagt vekt på at innsikten vi får gjennom denne utredningen kan være nyttig for nyutdannede økonomer i 2016. Samtidig vil det kunne utfordre vår kritiske sans ved å få innsikt i baksiden av medaljen til ”Norges neste olje”.

Blant oppdrettsselskapene var det SalMar som trigget nysgjerrigheten. Ut i fra en femsiders annonse i Dagens Næringsliv på senvinteren virket lønnsomheten å gå rette veien for selskapet. SalMar fremstår med et vekstpotensial og som en utfordrer til bransjens markedsledere, men er likevel Norges tredje og verdens fjerde største oppdrettsselskap. Dette var årsaken til at valget falt på SalMar.

## 1.2 Målsetting

Hovedmålsettingen med utredningen er å beregne et verdiestimat på egenkapitalen til SalMar med tilhørende aksjeverdi per 31.12.2016. Estimater baseres på analyser av

underliggende økonomiske forhold som vil kunne avdekke hvorvidt det finnes verdier i selskapet som ikke blir reflektert i aksjeprisen. En sammenligning av verdiestimatet med børskurs gir mulighet til å vurdere om SalMar-aksjen virker å være over- eller underpriset. Dette vil gi grunnlag for å anbefale en handlingsstrategi.

### 1.3 Avgrensning

Det har vært nødvendig å foreta flere avgrensninger i utredningen grunnet tilgang på informasjon og tidsbruk. For det første finnes det en rekke ulike metoder for å verdsette et selskap og mye litteratur som tar for seg disse metodene. Utredningen er fokusert rundt *fundamental verdsettelse*, som er en solid og omfattende metode med utgangspunkt i underliggende økonomiske forhold. I tillegg har vi valgt komparativ verdsettelsesmetode som et supplement for å øke påliteligheten og treffsikkerheten til det endelige verdiestimatet.

For det andre er verdsettelsen utelukkende basert på offentlig tilgjengelig informasjon. Følgelig har vi ikke hatt kontakt med SalMar eller andre i laksenæringen for øvrig. Våre informasjonskilder har i stor grad vært bransjens årsrapporter, faglitteratur innen verdsettelse, bransjepublikasjoner og andre hensiktsmessige kilder via Internett.

For det tredje er det foretatt en bransjeavgrensning. Fokuset ligger på norske aktører selv om oppdrettsnæringen i realiteten konkurrerer på et internasjonalt marked. Dette er gjort både på grunn av tilgang og format på informasjonen, men også med tanke på at de norske aktørene er blant verdens største innen lakseoppdrett. I tillegg til geografisk avgrensning, har vi begrenset oss til selskaper notert på Oslo Børs, samt ekskludert selskaper som bedriver havfangst. Dette vil gi et bedre sammenligningsgrunnlag for SalMar.

For det fjerde er utredningen basert på nyeste tilgjengelig informasjon. Det vil si at ved påbegynnelse i august var siste publiserte rapport for SalMar og det komparative utvalget andre kvartalsrapport for 2016. Medio november ble rapport for tredje kvartal publisert, og følgelig har det kommet nyere informasjon i løpet av prosessen. I hele utredningen har vi forholdt oss til andre kvartal som nyeste informasjon fordi vi mener dette har vært mest ryddig og hensiktsmessig. Imidlertid er det benyttet noe innsikt fra tredje kvartal i kapitlene relatert til fremtiden. Vår verdsettelsesdato er 31.12.2016, men som følge av at utredningen avsluttes før dette tidspunktet vil vi sammenligne vårt endelige verdiestimat med en børskurs for 02.12.2016.

## 1.4 Struktur

Utredningen følger i stor grad strukturen til kurset *Rekneskapsanalyse og verdivurdering* ved Norges Handelshøyskole, undervist av professor Kjell Henry Knivsflå. Følgelig vil noe terminologi være hentet derfra, samtidig som dette overlapper eksisterende faglitteratur. Utredningen er delt inn i fire deler.

Del 1 består av kapittel 2, 3 og 4. En presentasjon av oppdrettsnæringen, de komparative selskapene og SalMar gjøres i kapittel 2. Kapittel 3 tar for seg ulike verdsettelsesteknikker og valg av verdsettelsesmetode begrunnes. I kapittel 4 gjennomføres en strategisk kvalitativ analyse av SalMars eksterne og interne forhold. Rammeverkene *PESTEL* og *Porter's Five Forces* benyttes for å analysere eksterne omgivelser, mens *VRIO-rammeverket* benyttes i analyse av interne ressurser.

Del 2 består av kapittel 5 til 8, og utgjør en kvantitativ regnskapsanalyse av historisk informasjon. I kapittel 5 presenteres regnskapstallene over analyseperioden, og det utarbeides en trailing for inneværende år. Regnskapene blir videre omgruppert og justert for målefeil. I kapittel 6 utføres det en risikoanalyse der formålet er å finne en syntetisk rating for SalMar og bransjen. I kapittel 7 beregnes relevante avkastningskrav. Kapittel 8 tar for seg beregninger av historisk rentabilitet, og med innsikt fra kapittel 7 utføres en strategisk lønnsomhetsanalyse. Formålet er her å avdekke hvorvidt SalMar har en strategisk fordel og indentifisere underliggende kilder.

Del 3 består av kapittel 9 og 10 som tar for seg fremtidsregnskap og fremtidskrav. I kapittel 9 forsøker vi å finne en fornuftig prognose på fremtidsutviklingen, og følgelig konkrete regnskapstall over en gitt budsjettperiode. Basert på teori fra kapittel 7 beregnes fremtidige avkastningskrav i kapittel 10, og avslutningsvis beregnes SalMars fremtidige strategiske fordel.

Del 4 tar for seg selve verdsettelsen og består av kapittel 11 og 12. I kapittel 11 beregnes et fundamentalt verdiestimat basert på en egenkapitalmetode og en selskapskapitalmetode. I tillegg utføres en usikkerhetsanalyse. I kapittel 12 utføres en komparativ verdsettelse som kan øke treffsikkerheten og påliteligheten til vårt endelig estimat. I utredningens siste kapittel oppsummeres de viktigste funnene og konklusjonen presenteres i form av en handlingsstrategi.

## 2. Presentasjon av bransjen og SalMar

I dette kapitlet presenteres bakgrunnsinformasjon om norsk oppdrettsnæring. Viktige forhold ved laksenæring og makrofaktorer vil først trekkes frem. Videre vil konkurrentene bli presentert kort, før det gjøres en mer detaljert beskrivelse av SalMar.

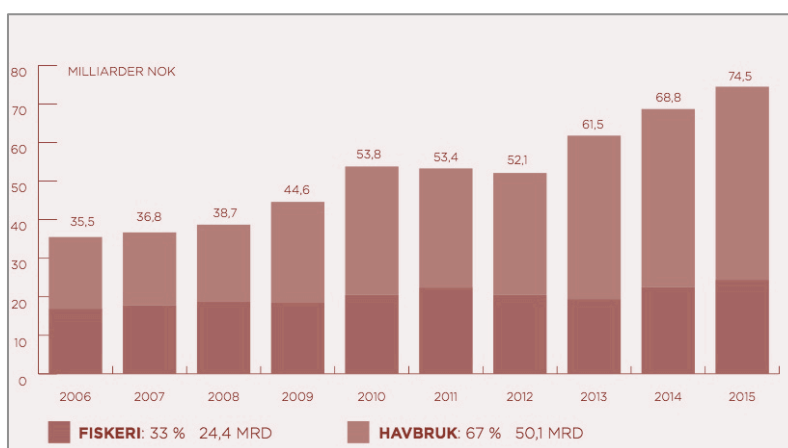
### 2.1 Introduksjon til oppdrettsnæringen

Moderne fiskeoppdrett så dagens lys i Norge på 1970-tallet, noe som gjør at vi fortsatt betrakter oppdrettsnæringen som en relativ ung næring (Store Norske Leksikon, 2015). I løpet av de siste 20 årene har næringen vokst betydelig og i dag er norsk sjømat vår nest største eksportnæring etter olje og gass (Miljødirektoratet, 2016). Svært gunstige topografiske forhold, som lang kystlinje, kjølig klima og dype fjorder, har vært avgjørende for denne utviklingen (Meld. St. 16 (2014-2015)). I hovedsak omfatter fiskeoppdrett i Norge oppdrett av laks og regnbueørret, der laks utgjør den desidert største næringen. Det har også blitt gjort forsøk på oppdrett av andre arter som torsk, kveite og steinbit uten at det har blitt noen forretningsmessig suksess (Miljødirektoratet, 2015). Den norske oppdrettsnæringen møter konkurranse fra internasjonale aktører, der de største selskapene opererer i Chile, Storbritannia og Canada (WWF, 2009).

Før det gjøres en videre presentasjon av oppdrettsnæringen ser vi det hensiktsmessig å foreta en avgrensning av bransjen som skal benyttes i verdsettelsen av SalMar. Norsk havbruk og fiskeoppdrett omfatter en rekke virksomhetsområder. Avgrensningen vil gjøres mot produkt og mot geografisk område (Lien et al., 2016). Vi starter med å avgrense til *oppdrett av atlantisk laks*. Dette er naturlig siden SalMars virksomhet er konsentrert rundt denne fiskearten. *Lakseoppdrett* utgjør i tillegg den største andelen av oppdrettsnæringen. Dette innebærer at vi utelukker havfangst i vår bransje. Videre gjøres en geografisk avgrensning. Norske oppdrettsselskaper møter konkurranse fra utenlandske aktører og således er lakseoppdrett en internasjonal bransje. Dette vil vi ta i betraktning i vår analyse. Likevel ser vi det mest hensiktsmessig ikke å trekke inn utenlandske aktører i vår bransjedefinisjon, ettersom disse muligens har en annen kostnadsstruktur og et annet kostnadsnivå. I tillegg vil det vise seg at *norsk* laks er særskilt etterspurt. Derfor vil vi avgrense bransjen til selskaper som driver sin virksomhet fra Norge. Bransjen er dermed definert som *norske oppdrettsselskaper av atlantisk laks*.

### 2.1.1 Historisk tilbakeblikk og dagens situasjon

Den historiske veksten i oppdrettsnæringen skyldes i stor grad teknologisk utvikling. Dette kan blant annet ses av tall hentet fra Norges Sjømatråd (Norges Sjømatråd, 2016). Av deres analyse fremgår det av *Figur 2-1* at volum og produksjonsverdi fra villfangst i løpet av en tiårsperiode fra 2006 til 2015 holdt seg relativt stabil, mens produksjonsverdien fra oppdrettsbransjen økte kraftig. Dette kan tyde på at utvinning av villaks har nådd sitt maksimale nivå for en bærekraftig utvikling. Ettersom vekstmulighetene innenfor tradisjonell fiske synes å være begrenset, virker potensialet først og fremst å ligge i oppdrettsnæringen.



*Figur 2-1: Omsetning i MRD NOK for fiskeri- og havbruksnæringen (Norges Sjømatråd, 2016).*

Økonomisk er det i dag svært gode tider for oppdrett av norsk laks. Tall fra Statistisk Sentralbyrå for 2015 viser at det ble solgt 1,39 millioner tonn fisk og skalldyr til en verdi av 46,7 milliarder norske kroner (SSB, 2015). Laks utgjorde hele 95% av den totale mengden oppdrettsfisk, og hadde en førstehandsverdi på 44,3 milliarder kroner. Førstehandsverdi vil si den prisen oppdretterne får ved salg av uforedlet fersk eller frossen matfisk. Sammenlignet med 2014 innebærer det en økning på 5% for produsert mengde og 6% for førstehandsverdi, noe som gjorde 2015 til nok et rekordår for oppdrettsnæringen. Første halvårsrapportene for 2016 til de børsnoterte norske oppdrettsselskapene viser gode resultater, noe som kan tyde på at den gode utviklingen forsetter ut 2016.

### 2.1.2 Verdikjeden

I det følgende presenteres oppdrettsnæringens verdikjede for å gi nyttig bakgrunnsinformasjon om lakseoppdrett. Verdikjeden i oppdrettsnæringen består av flere ledd: rogn- og smoltproduksjon; oppdrett av matfisk; foredling og bearbeiding; og salg og

distribusjon. I tillegg er fôrproduksjon et viktig ledd som enkelte selskaper har inkludert i sin verdikjede. Hvert ledd kan i utgangspunktet utøves separat, men i praksis ser vi i større grad helintegrerte virksomheter.

### ***Fôrproduksjon***

Det mest dominerende fiskefôret er tørrfôr bestående av 70% vegetabiliske produkter og 30% marine råvarer som fiskemel og fiskeolje (Norges Sjømatråd, 2016). Fôrkostnadene utgjør omlag 50% av de totale produksjonskostnadene ved lakseoppdrett. Dette har gjort at Marine Harvest som eneste norske oppdrettselskap har etablert et eget selskap for fôrproduksjon med mål om å få ned produksjonskostnadene og kontrollere hele verdikjeden. Foruten Marine Harvest er de tre største fôrprodusentene i Norge per 2015 Skretting, EWOS og BioMar (iLaks, 2015).

### ***Yngel-, smolt- og settefiskproduksjon***

En laks starter sitt liv som et befruktet rogn, altså fiskeegg (SalMar, 2016). Når eggene klekkes i klekkerianlegget, kalles fisken for *yngel*. Den lever da i ferskvann inne i settefiskanlegget til den er ca. ett år. Da er den klar for å tilvennes saltvann og kalles for *smolt*. Når smolten har fått en viss størrelse, kan den settes ut i anleggene i havet.

### ***Matfiskproduksjon***

Matfiskproduksjon er produksjon av fisk fra den som smolt settes ut i sjøen til den transporteres til slakteriet (SalMar, 2016). Denne prosessen foregår i *merder*. Flytemerder langs kysten er den vanligste typen anlegg og blir brukt i nesten all norsk matfiskproduksjon. Imidlertid testes stadig nye metoder som for eksempel landbasert fiskeoppdrett og havbaserte merder (Myrset, 2015). I gjennomsnitt lever laksen i merdene i ett og et halvt år til den er blitt ca. 5 kg (Norsk Havbrukssenter, 2016). På dette stadiet begynner laksen å bli kjønnsmoden. I oppdrettsnæringen slaktes fisken før dette stadiet, da kjønnsmodning fører til dårligere kvalitet. I løpet av produksjonstiden overvåkes og føres laksen, og får det nødvendige av medisiner og stell.

### ***Slakting og bearbeiding***

Slakteklar laks hentes av en brønnbåt i matfiskanlegget og blir fraktet levende til slakteriet (Arctic Aqua, 2016). For at slaktingen skal være skånsom er det et krav at laksen først bedøves, enten med strøm eller slag mot hodet. Dette gjøres for fiskens velferd og for å redusere utskillelsen av stresshormoner til kjøttet som vil redusere kvaliteten. Stress har

---

større negativ betydning for rå enn kokt laks, noe som gjør at sushifisk rammes hardest (Hægermark, 2012). Etter bedøvelsen *bløgges* fisken. Det vil si at fisken blør ut og deretter blir sendt gjennom en sløyemaskin. Kvaliteten på fisken blir kontrollert før den pakkes i kasser med is og er klare for å sendes ut i verden. Hele denne prosessen kalles *primærforedling*. *Sekundærforedling* innebærer videreforedling av fisken til eksempelvis fiskefileter, røyket laks eller gravlaks. Eksport av norsk laks skjer i hovedsak som hel fisk, noe som betyr at det meste av videreforedlingen skjer i utlandet. Dette som følge av Norges høye kostnadsnivå og lavere tollsatser på hel fisk i motsetning til bearbejdede produkter (Nærings- og Fiskeridepartementet, 2013).

### **Salg og distribusjon**

Norske oppdrettsselskaper distribuerer fisk til hele verden. EU er det viktigste eksportmarkedet for norsk laks med Polen, Danmark og Frankrike som største enkeltmarkeder (Norges Sjømatråd, 2016). Utenom Europa er Øst-Asia det største markedet, men også USA er et raskt voksende marked. Viktigheten av nærhet til kunde og marked har ført til at flere av oppdrettsselskapene har etablert egne salgskontorer i en rekke land. Transport skjer via trailere, jernbane, skip eller fly, og det tilstrebes å redusere transporttiden for å bevare kvaliteten på produktene (Marine Harvest, 2016). I tillegg til internasjonalt salg distribueres fersk fisk også i det norske markedet.

### **2.1.3 Vertikal og horisontal integrasjon**

Siden 1990 har man sett en trend i retning av økt grad av horisontal og vertikal integrasjon i oppdrettsbransjen (Kvaløy & Tveterås, 2006). Vertikal integrasjon skjer ved oppkjøp av aktører både oppstrøms, som for eksempel settefiskanlegg, og nedstrøms, som for eksempel slakterier og eksportbedrifter. Dette gjøres for å øke kontrollen i verdikjeden. En hierarkisk struktur kan lettere kontrollere og bekjempe opportunistisk adferd, noe som er viktig da næringen er svært kapitalintensiv på grunn av store nødvendige investeringer. Tidligere var norsk oppdrettsnæring preget av mange mindre selskaper, mens det i dag har gått i retning av mer konsoliderte virksomheter. Ved inngangen til 90-tallet var det 800 til 900 små oppdrettsselskaper, mens det i dag er totalt 98 selskaper som står for den norske lakseproduksjonen (iLaks, 2016).

Oppdrettsnæringens utvikling mot horisontal integrasjon kan i stor grad forklares av stordriftsfordeler, samt spredning av risiko (Kvaløy & Tveterås, 2006). Dette må særlig ses i sammenheng med dagens konsesjonssystem. Oppkjøp av mindre selskaper har ofte blitt gjort

for å få tilgang til mindre selskapers konsesjoner, hvilket samtidig har gitt opphav til stordriftsfordeler gjennom lavere produksjonskostnader per kilo oppdrettsfisk.

#### 2.1.4 Prisdannelse

Markedspris på laks utgjør en helt avgjørende variabel for lønnsomheten i norsk oppdrettsnæring. Derfor er det viktig for selskapene å kunne predikere fremtidig prisutvikling på laks. Dette vil gi betydningsfull innsikt med tanke på fremtidig drift og investeringsbeslutninger.

##### *Tilbud og etterspørsel*

Det meste av norsk eksportlaks selges som hel råvare eller fileter, og laks kan således sies å være et homogent produkt (Boge, 2007). Lite differensiering gjør at konkurransen mellom selskapene stort sett er basert på pris. Kostnadseffektiv drift med fokus på lave produksjonskostnader er avgjørende for høye marginer. Videreforedling av laks har imidlertid lagt grunnlag for noe prisdifferensiering, men siden Norge primært har lyktes som råvareleverandør av laks tar vi utgangspunkt i at laks er en standardvare i vurderingen av prisdannelse i laksemarkedet (iLaks, 2016).

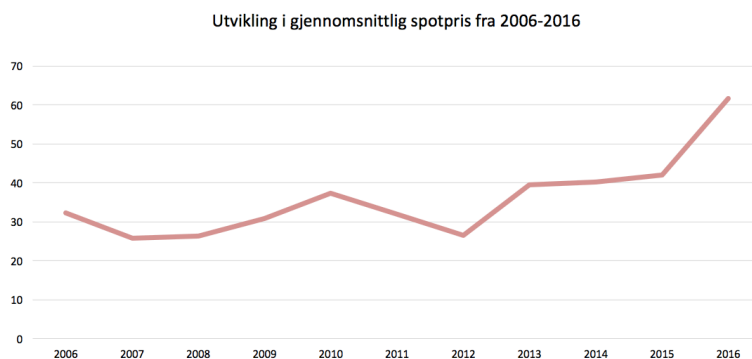
Som i de fleste andre markeder avhenger prisdannelsen i laksemarkedet av tilbud og etterspørsel (Pindyck & Rubinfeld, 2013). I markedslikevekt fastsettes pris på laks fastsettes der tilbudt kvantum tilsvarer etterspørsel. Dette tilsier at et tilbudsoverskudd av laks drar i retning av lavere laksepris, mens et etterspørselsoverskudd leder til økt laksepris. For eksempel var den høye lakseprisen i 2010 primært en konsekvens av redusert tilbud av laks på grunn av sykdomsproblemer i Chile (Sysla, 2016). Veksten i lakseprisen fra 2012 og frem til i dag kan på sin side dels tilskrives økt global lakseetterspørsel og begrensinger i tilbudet grunnet biologiske faktorer.

Et kjennetegn ved bransjen er konjunktursvingninger, noe som i hovedsak kan ses i sammenheng med lang produksjonstid. Dette har igjen sammenheng med variasjon i lakseprisen over tid, som fremgår av *Figur 2-2*, der tallene er hentet fra Fish Pool (2016). Eksempelvis vil oppdrettsselskapene i tider med etterspørselsoverskudd og høye laksepriser øke produksjonen for å møte etterspørselen og oppnå høyere profitt. Økt produksjon krever økt kapasitet og ofte store investeringer i nytt produksjonsutstyr. Fra en investering settes i gang tar det typisk to til tre år før laksen er slakteklar (Norsk Havbrukssenter, 2016). Siden laks samtidig har begrenset holdbarhet, betyr det at laksen bør selges til gjeldende markedspris på slaktetidspunktet. Dermed vil man på slaktetidspunktet typisk ha gått fra et



etterspørsels- til et tilbudsoverskudd, og lakseprisen presses derfor nedover. Lavere laksepriser reduserer inntjeningen i bransjen og investeringsvolumet avtar, hvilket i de påfølgende årene dermed presser prisene gradvis oppover igjen.

Analytiker i Norges Sjømatråd Paul Aandahl sier til Kyst.no (2016) at det i fremtiden forventes redusert tilførsel med dertil høye priser. Videre sier han at høye priser ofte følges av større volatilitet i markedet. Bransjens sykliske karakteristikk kan ses av grafen under. Figuren viser at syklusene typisk varer i to til tre år, hvilket isolert sett skulle skape en forventning om en reduksjon i lakseprisen de kommende årene. Det er imidlertid verdt å merke seg at forhold både på tilbudssiden, for eksempel store sykdomsutbrudd eller politiske beslutninger, og på etterspørselssiden, for eksempel boikotter og trendskifter, kan påvirke konjunktorenes varighet.



Figur 2-2: Utvikling i gjennomsnittlig spotpris på laks (Fishpool, 2016).

## 2.2 Makroforhold

### 2.2.1 Politiske og lovmessige forhold

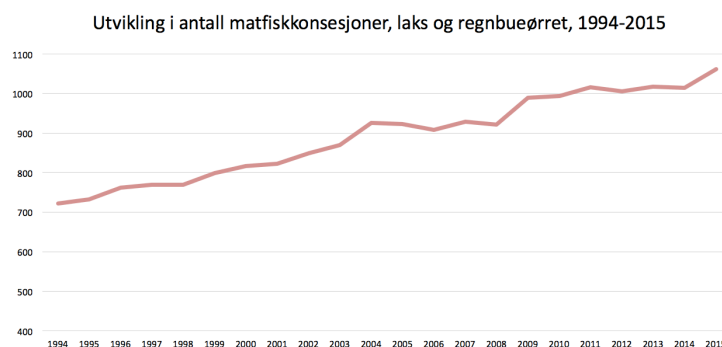
#### *Konsesjoner*

Fiskeoppdrett påvirker våre marine økosystemer, og politiske reguleringer synes å være nødvendig for å sikre en bærekraftig utvikling. Det kreves offentlig tillatelse gjennom konsesjoner og lokalitetstillatelser for å drive oppdrett i Norge (Fiskeridirektoratet, 2005). Konsesjoner innebærer at selskapene til enhver tid har rett til å drive oppdrett innenfor et visst volummessig omfang. Det skilles mellom ulike typer konsesjoner og for oppdrettsnæringen ligger fokuset på *matfiskkonsesjoner* da det er disse som er mest ettertraktet og av høyest verdi. En standard matfiskkonsesjon gir tillatelse på 780 tonn oppdrettsfisk per merd (Fiskeridirektoratet, 2016). Vederlaget for konsesjoner fastsettes ved tildelingsrunder der prisen normalt er på ca. 8 millioner kroner. Dette avhenger av blant

annet beliggenhet, størrelse på konsesjonen og spekulasjoner med hensyn på videresalg. Dette er inntekter som tilfaller staten. *Lokalitetstillatelse* gir rett til produksjon innenfor et geografisk avgrenset område. Reglene er fastsatt av Nærings- og Fiskeridepartementet og er beskrevet i Akvakulturloven (Akvakulturloven, 2015).

Konsesjoner blir tildelt gjennom egne konsesjonsrunder der oppdrettsselskapene må søke om bevilgning og blir vurdert ut i fra kvalifikasjoner. Myndighetenes stadig økende fokus på bærekraftig utvikling førte i 2013 til tildeling av *grønne konsesjoner* der formålet var å stimulere til mer miljømessige løsninger med hensyn på lakselus- og rømmingsproblematikken (iLaks, 2015). For å gjøre denne typen konsesjoner attraktive kan det veksles inn én gammel konsesjonene mot to grønne konsesjoner.

Det er tre måter for oppdrettsselskapene å erverve konsesjoner. De kan søke om nye tildelinger, erverve konsesjoner gjennom oppkjøp av eksisterende selskaper eller kjøpe konsesjoner fra konkurrenter. Av *Figur 2-3* ser vi at utviklingen i antall matfiskkonsesjoner for laks og ørret ikke har økt nevneverdig de siste 20 årene. Lavt tilbud og høy etterspørsel har ført til hard kamp om både nye og gjeldende konsesjoner. Derfor har markedsprisene på matfiskkonsesjonene følgelig blitt presset opp, og er betydelig høyere enn utstedelsespris på konsesjonene. Samtidig kan den lave tilveksten av nye konsesjoner i Norge bety at dagens konsesjonssystem kan være dempende for vekstmulighetene i bransjen. Slik sett vil selskaper som Marine Harvest, som opererer både i Norge og Chile, kunne ha et mulig konkurransefortrinn sammenlignet med selskapene som kun har oppdrettsaktiviteter i Norge.



*Figur 2-3: Utvikling i antall matfiskkonsesjoner for laks og regnbueørret, 1994-2015. Egen utarbeidet graf på bakgrunn av tall hentet fra Statistikkbanken til SSB (2016).*

---

### *Handelsboikott*

Det meste av oppdrettsnæringens produksjon eksporteres til markeder i Europa og Asia. Dette innebærer at selskapene må forholde seg til politiske bestemmelser både i og utenfor Norge, noe som er av stor betydning for næringen.

Mange fryktet en nedgang i salg av norsk sjømat da store eksportmarkeder som Kina og Russland boikottet norske handelsvarer. Kinas boikott startet som en følge av utdelingen av Nobels Fredspris til menneskerettighetsforkjemperen Liu Xiaobo i 2010 (Risbråthe, 2015). I ettertid har imidlertid forskning vist at norsk lakseeksport likevel har økt sine markedsandeler i Kina. De som eksporterer fisk til Kina omgår sanksjoner ved at laksen tar veien via Hong Kong og Vietnam før den når Kina. I august 2014 startet Russland sin boikott av norsk sjømat og Norge mistet dermed sitt største enkeltmarked (NRK, 2015). Boikotten kom som en reaksjon på at Norge og flere EU-land innførte sanksjoner mot Russland etter deres brudd på menneskerettighetene i Ukraina. Til tross for dette hadde Norge en rekordhøy eksportverdi på laks samme år. Norsk fiskerinæring viste seg omstillingsdyktig og ikke lenger like avhengige av enkeltmarkeder. Økt salg til nye markeder har gjort at boikottene fra Kina og Russland ikke har hatt stor effekt på totalletterspørselen. Vesten har det siste året opplevd politiske sjokk, med Brexit i juni 2016 og valg av Donald Trump som USAs neste president. Det er uvisst hvilke virkninger disse hendelsene vil ha på oppdrettsnæringen i fremtiden.

### *Regelverket rundt økologisk produksjon*

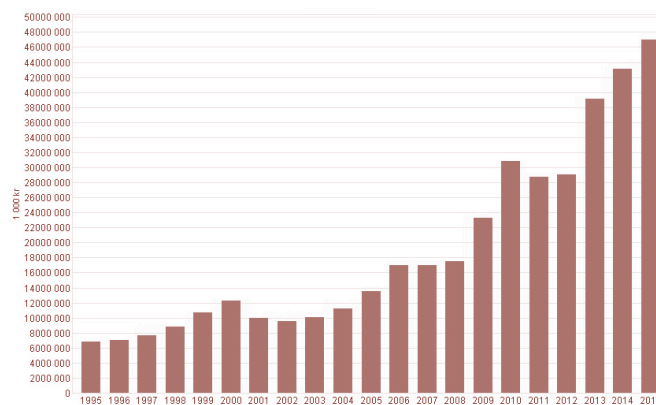
Økologisk matproduksjon har i løpet av de siste årene fått økt fokus, hvilket har skapt fremvekst av økologisk fiskeoppdrett. Eksport av økologisk laks til EU har imidlertid møtt utfordringer med dagens EØS-regelverk ved at dette ikke inneholder spesifikasjoner rundt økologisk lakseoppdrett (Utenriksdepartementet, 2016). Dersom regelverket ikke tilpasses raskt, vil det kunne gi problemer for de norske produsentene ved at de ikke får solgt produktene sine. Regjeringen jobber derfor med å løse saken ved å få EUs regelverk formelt tatt inn i EØS-avtalen (Nærings- og Fiskeridepartementet, 2016).

## 2.2.2 Økonomiske forhold

### *Økonomisk vekst*

Med et begrenset hjemmemarked vil eksportmarkedet være hovedinntektskilden til norske oppdrettsselskaper. Økonomisk vekst i verdensøkonomien er derfor av betydning for den

internasjonale etterspørselen etter norsk laks. Mot slutten av 2015 avtok den samlede veksten hos Norges handelspartnere, men med store forskjeller mellom land og regioner (SSB, 2016). I dag er EU-området det største eksportmarked, men som nevnt tidligere kommer betydelige eksportinntekter også fra Asia. *Figur 2-4* er hentet fra Statistisk Sentralbyrå sin statistikkbank og viser eksportinntektene fra laks og regnbueørret i løpet av de siste 20 årene. Eksportinntektene synes å ha steget gradvis gjennom hele perioden med kun noen korte tilbakeganger. Et viktig funn synes imidlertid å være at norsk eksport av laks og ørret tilsynelatende ikke ble påvirket under finanskrisen. Vi ser en jevn stabil inntjening under selve finanskrisen og en økning i etterkant av krisen.



*Figur 2-4: Eksport av laks og regnbueørret fra 1995 til 2015, i 1000 NOK (SSB, 2015).*

### ***Betydningen av valutakurser***

Store deler av inntektene i bransjen er generert i utenlandsk valuta og kostnadene har oftest påløpt i norske kroner. Sammen med en svak norsk krone, har dette bidratt til gode tider for norsk laksenæring de siste årene (Nordnet, 2016). Salgsinntekt i utenlandsk valuta gjør imidlertid selskapene eksponert for valutarisiko. De kan til en viss grad sikre seg mot dette for eksempel gjennom terminkontrakter på valuta (Berk & DeMarzo, 2014). Likevel kan det være vanskelig å sikre seg mot all valutarisiko. Det betyr at den norske kronens relative styrke mot utenlandsk valuta fortsatt vil være av betydning.

### ***Betydningen av rentenivå***

Dagens lakseoppdrett er en svært kapitalintensiv næring. For å lykkes globalt kreves store investeringer i anlegg og utstyr, som merder og brønnbåter (Meld. St. 16 (2014-2015)). Rentenivået vil ha innvirkning både på gjelds- og egenkapitalfinansiering. En gjennomgang av kapitalstrukturen til de børsnoterte oppdrettsselskapene viser at samtlige har tilnærmet lik andel gjeld og egenkapital. Egenkapitalen vil bli påvirket indirekte av rentenivået. I følge

---

kapitalverdimodellen vil forventet avkastningskrav til egenkapitalen avhenge av den risikofri renten (Berk & DeMarzo, 2014). Gjelden vil på sin side bli direkte påvirket som følge av rentekostnader. Dette antyder at både investorer og kreditorer vil kreve en høyere avkastning, dersom det generelle rentenivået øker. I dag er styringsrenten på rekordlave 0,5%, og dette er et minimumsnivå for hvilken utlånsrente bankene kan sette (Norges Bank, 2016). Lav rente betyr at det er ”billig” å investere i dag, men det er usikkert hvorvidt dette vil gjelde i fremtiden. Imidlertid utarbeider Norges Bank (2016) rentekurver som gir et anslag på fremtidig rente.

### 2.2.3 Miljømessige forhold

#### *Sykdommer*

En av de største utfordringene oppdrettsnæringen står overfor i dag er problemet med lakselus. I følge Miljødirektoratet (2015) er lakselus et lite krepsdyr som lever som en parasitt på laksefisker og spiser av fiskens slim og hud. Konsekvenser er at fisken utsettes for infeksjoner slik at den enten svekkes, får redusert vekst eller i verste fall dør. Et annet viktig moment er at lakselus som spres fra oppdrettsanleggene kan være en trussel mot vår villaksbestand og utgjøre en tilleggsbelastning for oppdrettsnæringen.

I tidligere perioder har bakteriesykdommer herjet slik at det har blitt brukt tonnevis med antibiotika. Infeksiøs lakseanemi (ILA) er en annen alvorlig og smittsom virussykdom på laks og ørret som senest ble oppdaget ved norske oppdrettsanlegg våren 2016 (Mattilsynet, 2016). På bakgrunn av sykdommenes alvorlighetsgrad har Mattilsynet utarbeidet planer for bekjempelse av slike sykdommer (Mattilsynet, 2016). For chilensk oppdrettsnæring har imidlertid ILA-viruset skapt større problemer enn i Norge. Siri Vike finner i sin doktorgrad at tapet for næringen fra 2007 til 2009 er estimert til 10 milliarder kroner (Vike, 2014). Chile kjempet på denne tiden om å være verdensledende innen lakseoppdrett sammen med Norge. Problemene i de chilenske anleggene førte dermed til økte priser og etterspørsel etter norsk oppdrettslaks.

#### *Rømming*

Rømt oppdrettslaks er et annet alvorlig miljøproblem fordi det har negativ virkning på villaksbestanden. I tillegg vil hver laks som rømmer være et økonomisk tap for næringen, og få konsekvenser for omdømme og rammebetingelser. Myndighetene har en nullvisjon om rømming av laks og har iverksatt strenge regler og meldeplikt ved rømming eller mistanke

om rømming (Norges Sjømatråd, 2016). I Fiskeridirektoratets statistikk ses en klar nedadgående trend siden toppåret i 2006 (Fiskeridirektoratet, 2016).

### ***Bærekraftig vekst***

Flere faktorer drar i retning av at oppdrett er en viktig næring også i fremtiden, men vekst forutsetter at miljøutfordringer tas på alvor og ikke går utover bærekraften. Med dagens produksjonsteknologi vil naturen sette premissene for hvordan oppdrettsnæringen kan drive. Forskning og nye teknologiske løsninger vil derfor være avgjørende for å kunne øke produksjonskapasiteten. I 2015 sendte Nærings- og Fiskeridepartementet ut en stortingsmelding hvor de la frem forslag om en ny handlingsregel som skal legge til rette for forutsigbar og miljømessig bærekraftig vekst i lakse- og ørretoppdrettsnæringen (Regjeringen, 2015). Dette for å løse de største miljøutfordringene til oppdrettsnæringen vedrørende lakselus, rømming og påvirkning av villaksbestanden, samt utslipp av næringsalter, organisk materiale og bruk av fôrressurser. Hovedpoenget med handlingsregelen er å finne en balanse mellom å gi bransjen forutsigbarhet og samtidig ta hensyn til miljøpåvirkninger.

## **2.3 Konkurrenter**

Innledningsvis i dette kapittelet ble det påpekt at norske oppdrettsselskaper møter internasjonal konkurranse. Vi argumenterte likevel for å definere bransjen som *norske oppdrettsselskaper av atlantisk laks*. Det eksisterer over hundre ulike selskaper i Norge innen lakseoppdrett (Fiskeridirektoratet, 2015). SalMar er Norges tredje største oppdrettsselskap og ett av ni selskaper innen havbruk som er notert på Oslo Børs. Vi vil finne et komparativt utvalg som sammen med SalMar vil utgjøre bransjen. Det er lagt vekt på *selskapsstørrelse* med hensyn på volum og omsetning, *virksomhetsområde* og *tilhørighet*. Dette innebærer at selskaper som ikke er notert på Oslo Børs har blitt utelukket. For å få et best mulig sammenligningsgrunnlag har vi i tillegg utelukket store aktører som Austevoll Seafood og Bakkafrost, da dette er selskaper som primært driver med havfiske. I vårt komparative utvalg har vi inkludert *Marine Harvest*, *Lerøy Seafood Group*, *Grieg Seafood* og *Norway Royal Salmon*. Sammen med SalMar utgjør disse Norges fem største lakseoppdrettsselskaper. I det følgende presenteres hvert av selskapene. Informasjonen er hentet fra selskapene sine hjemmesider, respektive årsrapporter fra 2015 og halvårsrapporter for 2016, dersom ikke annet er oppgitt. Disse kildene er dog benyttet med et kritisk blikk, ettersom slike rapporter ofte bærer preg av markedsføring.

### ***Marine Harvest***

Marine Harvest er verdens største lakseoppdrettsselskap målt i omsetning. Selskapets omsetning for 2015 var på over 27 milliarder NOK og et slaktevolum på over 420 000 tonn. Selskapets forløpere startet som en liten gründerbedrift i 1965 og er i dag et globalt konsern med virksomhet i 24 land. Hovedpilarene i de operasjonelle aktivitetene utgjør fôrproduksjon, oppdrett av laks og foredling. Alle virksomhetsområder har produksjon både i Norge og i utlandet. Fôrproduksjonen startet i 2014 og de har som mål å utvide med fabrikker i blant annet Skottland som kan betjene den interne etterspørselen fra regionen. I likhet med de andre selskapene er de største markedene Europa, Asia og USA. Marine Harvest produserer laks, kveite, laksemel og lakseolje, der de to sistnevnte produktene er viktige innsatsfaktorer i fôrproduksjon (EWOS, 2012). Selskapet satser tungt på forskning og utvikling, blant annet for å løse miljøproblemene tilknyttet lakselus, rømming og andre sykdommer. Et eksempel er ”The Egg” som er et lukket oppdrettsanlegg under utvikling i samarbeid med Hauge Aqua. Det som skiller Marine Harvest fra sine konkurrenter foruten den solide markedslederposisjonen er selvforsyningen av laksefôr.

### ***Lerøy Seafood Group***

Med røtter tilbake til 1800-tallet er Lerøy verdens nest største produsent av oppdrettslaks målt i omsetning. Lerøy ble børsnotert i 2002, og hadde et produksjonsvolum per 2015 på 158 000 tonn og en omsetning på 13,5 milliarder NOK. Deres virksomhet inkluderer hele verdikjeden utenom fôrproduksjon, og de tilbyr produkter av rød og hvit fisk, samt skalldyr. Selskapet har en rekke datterselskaper og tilknyttede virksomheter både i Norge og utlandet, og betjener 70 markeder over hele verden. Per andre kvartal 2016 er EU og Norge de største markedene. I følge selskapet er det de senere årene blitt satset tungt innen bearbeiding i Norge, men på grunn av vanskeligere rammevilkår har de flyttet mye av produksjonen til lavkostland. Lerøys mål er å være en innovatør innen produktutvikling og de samarbeider derfor tett med sluttforbruker. I senere år har dette resultert i nye produkter som påleggslaks. Selskapet satser også tungt på rensefisk som en del av sin strategi for å bekjempe lakselus, og har som mål å være selvforsynt innen utgangen av 2016. Lerøy er et selskap i vekst, der veksten i stor grad blir drevet av oppkjøp av eksisterende virksomheter. I tillegg har Lerøy et samarbeid med SalMar som innebærer bruk av hverandres anlegg, og et delt eierskap av Storbritannias nest største lakseprodusent, Scottish Sea Farms Ltd. Lerøy skiller seg ut med at produktene er godt synlige i markedet i Norge med eget brand og kommunikasjon til de norske forbrukerne.

### ***Grieg Seafood***

Grieg Seafood er Norges fjerde største oppdrettsselskap av laks og ørret, og hevder seg også på toppen på verdensbasis. Per 2015 hadde Grieg Seafood en omsetning på ca. 4,6 milliarder NOK og et slaktevolum på over 65 000 tonn. Selskapet har vært notert på Oslo Børs siden 2007, og har i dag virksomhet i Rogaland, Finnmark, Shetland og British Columbia i Canada. Mens virksomheten i Canada de senere årene har hatt en nedgang, er det vekst i det Europeiske markedet. I likhet med de andre oppdrettsselskapene, er Europa det desidert viktigste eksportmarkedet, etterfulgt av USA og Asia. All fisk produsert av Grieg Seafood blir solgt gjennom deres salgsselskap Ocean Quality. Av utfordringer trekker selskapet selv frem konsesjons- og kapasitetsutnyttelse. I motsetning til sine konkurrenter har Grieg Seafood tilsynelatende ingen større utviklingsprosjekter på gang. Det som skiller Grieg Seafood fra de andre oppdrettsselskap er at Grieg i tillegg driver innen andre forretningsområder som shipping og logistikk.

### ***Norway Royal Salmon***

Norway Royal Salmon (NRS) er et relativt nytt og helintegrert oppdrettsselskap. Selskapet hadde i 2015 en omsetning på 3,1 milliarder NOK og et slaktevolum på 28 000 tonn. NRS ble etablert i 1992 av 34 lakseoppdrettere for lettere å drive salg og markedsføring av oppdrettslaks. Selskapet profilerer seg med fokus på å støtte opp under bosetning og aktivitet i distrikts-Norge, men likevel er det et selskap i stor vekst som har som visjon å bli den mest lønnsomme lakseoppdretteren. Veksten til nå skyldes i stor grad en rekke oppkjøp i eksisterende selskaper, og i 2011 ble selskapet notert på Oslo Børs. Selskapets målsetning er ytterligere vekst, men som næringen generelt sliter også NRS med lakselus og annen sykdomsproblematikk. Ettersom selskapets strategi innebærer en bærekraftig utvikling, ønsker de at veksten skal komme gjennom grønne konsesjoner. I 2015 fikk de tildelt 10 slike. Et ledd i strategien er bidrag i utviklingen av nye løsninger som støtter opp under bærekraftig vekstmål. De samarbeider blant annet med Aker ASA om utvikling av offshore-merder. NRS skiller seg fra sine nærmeste konkurrenter gjennom sin posisjon som en voksende utfordrer med forankring i lokalmiljø.



Tabell 2-1 oppsummerer viktige nøkkeltall for de fem oppdrettsselskapene i bransjen og gir et inntrykk av størrelsesforholdet mellom aktørene.

	<b>Omsetning</b>	<b>Slaktevolum</b>
Marine Harvest	27,0 mrd. NOK	420 000 tonn
Lerøy Seafood Group	13,5 mrd. NOK	157 700 tonn
SalMar	7,3 mrd. NOK	136 400 tonn
Grieg Seafood	4,6 mrd. NOK	65 400 tonn
Norway Royal Salmon	3,1 mrd. NOK	28 000 tonn

Tabell 2-1: Nøkkeltall for bransjeutvalget for 2015. Tallene er hentet fra årsrapportene.

## 2.4 SalMar

I det følgende gis en grundig presentasjon av SalMar, før det avslutningsvis kartlegges hva som skiller dem fra ”gjennomsnittsselskapet” i bransjen med hensyn på ressurser. Momenter som vi anser viktige i videre analyser i kapittel 4 vektlegges. Informasjonen er hentet fra SalMars hjemmeside, *Kvartalsrapport andre kvartal 2016* og *SalMars rapport om miljø- og samfunnsansvar 2015* der ikke annet er oppgitt.

### 2.4.1 Historie

SalMar er et norsk selskap innen oppdrett og videreforedling av laks. Selskapet ble grunnlagt i 1991 på Frøya i Sør-Trøndelag av Gustav Witzøe. På denne tiden var oppdrettsnæringen preget av uroligheter og flere oppdrettsselskaper gikk konkurs. Witzøe kjøpte en konsesjon fra et konkursbo og startet *SalMar*. Som en følge av vanskelige tider, ble det satt i gang betydelige omstruktureringer i oppdrettsnæringen, og det ble åpnet for at aktører kunne kjøpe flere konsesjoner. SalMar startet sin virksomhet med bearbeiding av frossen laks, men har etter hvert utviklet seg til å bli en helintegreert verdikjede fra produksjon av rogn og settefisk til salg av ferdigvare.

SalMar har tatt del i oppdrettsnæringens formidable vekst de siste 25 årene. Deres vekst skyldes i stor grad kjøp av en rekke konsesjoner og oppkjøp av andre selskaper i bransjen. Frem til år 2000 holdt SalMar til i Midt-Norge. Dette året ekspanderte de ved å kjøpe 49% av aksjene i Senja Sjøfarm AS i Tromsø. Året etter etablerte SalMar sammen med Lerøy selskapet Norskott Havbruk AS som igjen er eiere av Storbritannias nest største

lakseprodusent. Foruten skotske eierinteresser, er SalMars produksjonsvirksomhet i dag avgrenset geografisk til Midt- og Nord-Norge.

I 2005 solgte SalMar ut deler av sin virksomhet, som produksjon av mel, sild og sildeolje. Herfra startet satsingen på det som fortsatt er selskapets kjernevirksomhet: et integrert selskap med kontroll over hele verdikjeden for oppdrett av laks. Produksjonstallene demonstrerer den enorme veksten selskapet har opplevd. I år 2000 slaktet SalMar 11 000 tonn laks, mens tallet for 2015 var på 136 400 tonn. Selskapet ble notert på Oslo Børs i 2007 og er per i dag tredje største lakseprodusent i Norge, og fjerde største i verden, kun forbigått av Marine Harvest, Lerøy Seafood Group og nå japanskeide Cermaq.

SalMar uttrykker at deres vekst skal være bærekraftig, både samfunnsmessig, miljømessig og økonomisk. De har lenge vært kostnadslederen i bransjen, men understreker at de likevel har fullt fokus på kvalitet i alle ledd. I 2014 etablerte de sin nye visjon ”Passion for Salmon” for ytterligere å understreke viktigheten av kvalitet.

#### 2.4.2 Virksomhetsområder

SalMar har i dag virksomhet i hele laksens verdikjede og kan deles i fire områder. Disse er  *yngel-, smolt- og settefiskproduksjon; oppdrett; slakting, pakking og foredling; og salg og distribusjon.*

##### *Yngel-, smolt- og settefiskproduksjon*

SalMar er i stor grad selvforsynt med smolt av høy kvalitet ettersom dette er helt avgjørende for senere oppdrett. De produserer også rogn, men per 2015 var de likevel avhengig av å kjøpe deler av fiskematerialet. Produksjonen foregår i seks settefiskanlegg i Nord- og Midt-Norge. De har også et anlegg på land, i tillegg til at de har et anlegg for rognkjeks, en renseskål som brukes som et naturlig våpen i kampen mot lakselus. Produksjonen krever mye energi til oppvarming av vann. Anleggene blir i stor grad forsynt med energi fra alternative omkringliggende kilder som for eksempel treforedlingsindustri og metanolfabrikk. I tillegg utnyttes vannet til kraftproduksjon. SalMar har med dette fokus på kostnadene og effektiv bruk av ressursene.

##### *Oppdrett*

Ved oppstart i 1991 hadde SalMar én konsesjon for oppdrett av laks i Norge, mens de i 2015 hadde 100 konsesjoner. SalMar har organisert det meste av sin oppdrett i selskapet SalMar Farming AS, som driver anlegg langs kysten i hele Midt-Norge. Denne lokasjonen er svært

---

gunstig på grunn av de naturlige omgivelsene, som temperaturen i sjøen og Golfstrømmen som bidrar til utskiftning av vannet i merdene. Selskapet har i tillegg flere konsesjoner i Nord-Norge, en region de selv mener har stort potensial på grunn av naturgitte forutsetninger for en bærekraftig produksjon. SalMar har i motsetning til mange av sine konkurrenter større konsentrasjon i sine produksjonsanlegg. De har større enheter og flere merder, i tillegg til økt antall smolt per merd i enkelte anlegg. Dette bidrar til en effektiv produksjon. Den største innsatsfaktoren er fiskefôr og ettersom SalMar ikke produserer dette selv, utgjør det en betydelig andel av totalkostnadene.

SalMar er størst i verden på økologisk oppdrettslaks. Denne delen av virksomheten ble startet i 2009 og er organisert i selskapet SalMar Organic, som er et heleid datterselskap av SalMar ASA. Dette er et relativt nytt produkt som markedet både i Norge og utlandet i økende grad etterspør. Økologisk oppdrettslaks må tilfredsstillere strengere krav enn konvensjonell laks. Blant annet skal laksetettheten i merdene være mindre, notene skal ikke inneholde kobber som forurenses kystmiljøet og fôret skal være bærekraftig produsert. SalMars storsatsning er lokalisert i Romsdalsfjorden og de har til nå fem konsesjoner for produksjon av økologisk laks. Produksjonen er underlagt EUs regelverk for økologisk produksjon, og Debio, som er kontrollorganet for økologisk produksjon i Norge, følger tett med på produksjonen.

### ***Slakting, pakking og foredling***

InnovaMar er SalMars nyeste anlegg for slakting og foredling, og er lokalisert på Frøya i Midt-Norge. Selskapets investering i bygg og maskiner til anlegget i 2009 kom på 550 millioner NOK. InnovaMar har som mål å være verdens mest innovative og effektive anlegg for ilandføring, slakting og foredling av oppdrettslaks. Anlegget er en strategisk investering for at selskapet skal kunne opprettholde konkurranseevnen og nå sine kapasitets- og kvalitetsmål. Utviklingen av anlegget ble gjort med fokus på fiskevelferd og arbeidsmiljø, og det har en kapasitet på 150 000 tonn laks per år. I 2015 var produksjonen på 128 000 tonn slaktet laks, noe som gjør det til det største lakseslakteriet i Norge (Norsk Fiskerinæring, 2016). For å sikre utnyttelse av anlegget, selger SalMar slakteri- og foredlingstjenester til andre oppdrettere i region Midt-Norge.

### ***Salg og distribusjon***

Til sammen selger SalMar sin oppdrettslaks til 40 nasjoner over hele verden. For å sikre god kundekontakt over hele verden har SalMar etablert egne salgsteam, i tillegg til nære

samarbeidspartnere innen salg og markedsføring. Markedet til SalMar omfavner både videreforedlingsbedrifter og utsalgsforretninger. Det største markedet er Europa, med Polen, Litauen og Storbritannia som de største landene. De største enkeltmarkedene i Asia er Japan, Sør-Korea, Vietnam og Singapore. Etter at Russland stengte sitt marked i 2014, har Nord-Amerika blitt det tredje største markedet. For å spare miljø og kostnader har SalMar satset stort på filetert fisk, i stedet for å selge hel fisk der store deler av fisken likevel ikke brukes. Med filetert fisk avtas ca. 40% av vekten og dette reduserer transportbehovet. I tillegg utnyttes restråstoffene ved at det sendes til Nutrimar AS, et datterselskap av SalMars hovedaksjonær Kverva AS, og brukes i produksjon av innsatsfaktorer i dyrefôr (Kverva AS, 2016).

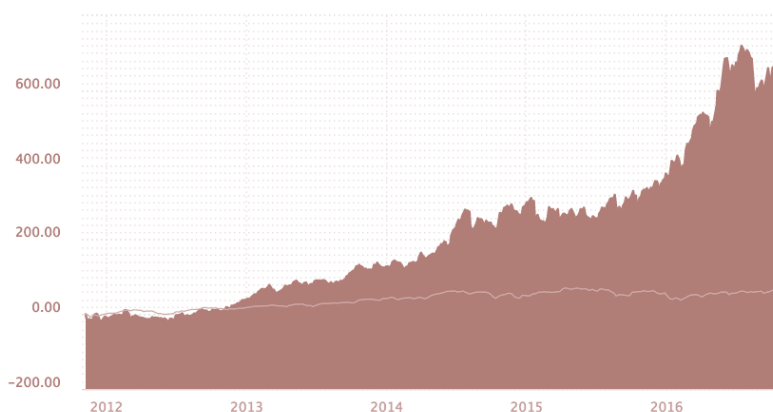
### 2.4.3 Forskning og teknologi

SalMar har vært tidlig ute med nye forskningsprosjekter på teknologiske løsninger som kan løse mange av dagens problemer med rømming, lus og full kapasitet langs kysten. Et av dagens største prosjekter er utvikling av gigantiske havmerder ved hjelp av oljeteknologi. Havmerdene skal gjøre det mulig å drive lakseoppdrett lengre ut til havs ved hjelp av tilnærmet lukkede anlegg som vil gi større kontroll på rømming av laks. Havstrømmer vil redusere lakselusproblematikken, og miljøbelastningen langs kysten vil bli redusert. Lovende fremtidsutsikter tyder på at næringen og staten har mye å tjene på satsning på slike prosjekter. Av den grunn innvilget Fiskeridirektoratet i starten av 2016 åtte kostnadsfrie utviklingskonsesjoner til SalMar for utvikling av havmerdene (Intrafish, 2016). Bakgrunnen er at prosjektet kan bidra til å nå vekstmålet i næringen som er å femdoble lakseproduksjonen inne 2050. Dersom prosjektet lykkes og kan kommersialiseres, vil SalMar måtte betale ti millioner kroner per konsesjon, mens i markedet for øvrig vil prisen ligge på 60 millioner kroner (Adressa, 2016).

### 2.4.4 Historisk kursutvikling og eierstruktur

SalMar har vært notert på Oslo Børs siden 8. mai 2007. Per 4. november var aksjekursen på 265 kr. per aksje (DN, 2016). Avkastningen de siste fem årene har vært 897,35%. Til sammenligning har hovedindeksen i samme tidsperiode hatt en avkastning på 62,29%. Bare det siste året har SalMar hatt en avkastning på 95,97%. Vi observerer med andre ord en voldsom kursutvikling. En sammenligning av aksjekursen til SalMar og OSEBX kan ses i *Figur 2-5*, der det store fargede feltet representerer SalMar, mens linjen representerer OSEBX. En viktig faktor i årsaken til utviklingen er at aksjekursen til oppdrettsselskaper er

sterkt korrelert med lakseprisene. Som nevnt tidligere i kapittelet har lakseprisene også steget mye i samme tidsperiode. Laksenæringen er en syklisk bransje, noe som er verdt å merke seg når historiske trender skal benyttes til å predikere verdier for fremtiden.



Figur 2-5: Historisk kursutvikling 5Y, SalMar og OSEBX (Oslo Børs, 2016).

SalMar har en dominerende eier i Kverva AS som har en eierandel på 53,4% ved utgangen av 2015. Folketrygdfondet er nest største eier med en andel på 7,35%. Hver av de resterende eierne innehar eierandeler på under 3%.

#### 2.4.5 Hvordan SalMar avviker fra "gjennomsnittsbedriften" i bransjen

Vi vil avslutte dette kapittelet med en oppsummering av hvordan SalMar avviker fra "gjennomsnittsbedriften" i bransjen. Først vil vi peke på likheter ved selskapene i utvalget, for deretter å trekke frem hva som skiller SalMar fra de andre med hensyn på selskapets ressurser. Dette vil vi senere koble til den interne ressursorienterte analysen i kapittel 4.

Det er flere likhetstrekk ved de fem oppdrettsselskapene i utvalget. For det første er samtlige selskaper helintegreerte som innebærer virksomhet innen alle ledd i verdikjeden. Imidlertid er det kun Marine Harvest som har fiskefôr inkludert i sin virksomhet. For det andre har alle miljømessige utfordringer med lakselus og annen sykdom, og bruker dermed store ressurser på bekjempelse av dette. I tillegg bidrar selskapene til å videreutvikle teknologi som vil gagne hele industrien og nærmiljøene langs kysten. For det tredje selger alle fem selskaper til de samme markedene, og har Europa og Asia som sine to største markeder. Samtlige er i tillegg blant verdens største oppdrettsselskaper. For det fjerde er alle selskapene notert på Oslo Børs, og med en egenkapitalprosent på rundt 50% virker samtlige oppdrettsselskaper å være solid finansiert.

Videre trekkers det frem tre punkter der SalMar skiller seg fra sine konkurrenter. For det første utmerker SalMar seg med forskning og utvikling på den teknologiske fronten. Gjennom sine forskningsprosjekter organisert i Ocean Farming AS er selskapet en pådriver for ny teknologi som vil løfte en hel næring som teknologimessig har vært relativt konstant siden oppstarten på 1970-tallet. Mens enkelte aktører satser på lukkede merder, har ikke SalMar troen på at dette er fremtiden (Adressa, 2015). Med sine havmerder utviklet i samarbeid med en rekke aktører er de tydelige på hvordan de ønsker at fremtidens lakseoppdrett skal foregå. Kompetansen og nettverket SalMar besitter er en fordelaktig ressurs.

For det andre er SalMar den eneste produsenten av økologisk oppdrettslaks, organisert i datterselskapet SalMar Organic. I tillegg er de i dag verdens største aktør innen dette forretningsområdet. Det økologiske markedet er generelt i vekst, og markedet har allerede vist større etterspørsel også etter laks som er produsert på økologisk vis. Særlig stor etterspørsel kommer fra land som Frankrike, Tyskland, Storbritannia og Sverige (Debio, 2013).

For det tredje skiller SalMar seg ut ved sin lokasjon av oppdrettsanlegg. Selskapet har hoveddelen av sine oppdrettsanlegg i Midt- og Nord-Norge, mens de andre aktørene har flest oppdrettsanlegg lengre sør langs norskekysten eller i utlandet. Oppdrett i nordlige områder har vært en fordel for SalMar siden de topografiske forholdene har bidratt til mindre problemer med lakselus sammenlignet med steder der klimaet er mildere. På den annen side har SalMar i likhet med resten av bransjen blitt rammet av lakselus i sin midt-region. Selv om det er visse fordeler tilknyttet en nordlig lokasjon og fravær av produksjon i utland, vil det også si at SalMar har mindre risikospredning med tanke på å bli rammet av sykdom.

---

### 3. Valg av metode

I dette kapittelet kartlegges først ulike verdsettelsesmetoder. Deretter presenteres hvilken metode vi mener er mest hensiktsmessig å benytte i verdsettelsen av SalMar. Til slutt presenteres rammeverket for valgt metode.

*Verdsettelse* er prosessen med å gjøre en prognose om til et verdiestimat på et selskaps eiendeler eller egenkapital (Palepu et al., 2013). Det finnes mange ulike metoder for verdsettelse, slik Kaldestad og Møller (2016) beskriver i en av få norske fagbøker utgitt på området. Knivsflå (2016a) på sin side trekker frem tre hovedmetoder: *fundamental verdsettelse*, *komparativ verdsettelse* og *opsjonsbasert verdsettelse*. Det er vanlig å se på metodene som supplerende teknikker og ikke alternative metoder for å komme frem til et endelig verdiestimat. Det finnes en mengde litteratur om verdsettelse og i det følgende er det benyttet ulike kilder for å få et godt overblikk over fagområdet.

#### 3.1 Fundamental verdsettelse

Med fundamental verdsettelse er formålet å finne verdien til et selskap ved å analysere *underliggende økonomiske forhold* (Penman, 2013). Det er altså de *grunnleggende* forholdene som blir studert nærmere. Metoden baseres på bruk av offentlig tilgjengelig informasjon, der årsrapportene er de viktigste informasjonskildene. Metoden følger en systematisk prosess hvor man først gjennom en strategisk regnskapsanalyse får innsikt i strategiske forhold om bransjen og selskapets ressurser. Videre ser man nærmere på forholdstall, risiko og rentabilitet. Denne innsikten benyttes til å utarbeide fremtidsregnskap og –krav, og til slutt et verdiestimat.

Ved fundamental verdsettelse kan man benytte to metoder: *egenkapitalmetoden* og *selskapskapitalmetoden* (Palepu et al., 2013). Ved begge metoder kan det igjen benyttes tre ulike modeller, der alle ved korrekt bruk skal gi samme verdiestimat på egenkapitalen. De tre alternative modellene er *nåverdien av fri kontantstrøm*-, *superprofitt*- og *superprofittvekstmodellen*. Egenkapitalmetoden innebærer en *direkte* verdsetting av egenkapitalen. Selskapsmetoden er på sin side en *indirekte* verdsetting av egenkapitalen der man finner verdien til egenkapitalen ved først å beregne *verdien av selskapskapitalen* for deretter trekke fra *verdien av finansiell gjeld og minoritetsinteresser*.

Fordelen med fundamental verdsettelse sammenlignet med de andre to metodene er at den gir *grundig* innsikt i underliggende økonomiske forhold. Dette fordi man trekker inn momenter fra ulike fagområder som regnskap, finans og strategi. Samlet gir dette et mer helhetlig bilde å analysere ut i fra, og bidrar til å gjøre verdiestimatet mer pålitelig og treffsikkert. Ulempen med metoden er at den er svært omfattende og tidkrevende. Dette er trolig hovedårsaken til at metoden ikke er den mest benyttede i praksis.

### 3.2 Komparativ verdsettelse

Ved komparativ verdsettelse ønsker man å sammenligne aksjeverdien til selskapet med selskaper som driver innen samme virksomhetsområde (Damodaran, 2012). Det skilles mellom to typer modeller: *substansverdimodeller* og *multiplikatormodeller*. Substansverdimodeller innebærer at eiendelene i selskapet blir sammenlignet med salgsverdien (Kaldestad & Møller, 2016). Alternativt kan eiendelene sammenlignes med salgsverdien på tilsvarende eiendeler og justeres for eventuelle ulikheter. For å finne substansverdien til egenkapitalen må gjelden trekkes fra verdiene til eiendelene. Multiplikatormodeller innebærer at et selskaps egenkapital eller selskapskapital blir sammenlignet med tilsvarende selskap i bransjen (Kaldestad & Møller, 2016). I likhet med fundamental verdsettelse kan vi bruke en egenkapitalmetode eller en selskapskapitalmetode. Metoden går ut på å bruke *markedsbaserte forholdstall*, for eksempel pris/bok-forhold, fra sammenlignbare selskaper som verdimultiplikator og multiplisere dette med en base, for eksempel resultatet. Videre kan man utføre justeringer av multiplikatoren for fundamentale forhold i selskapet dersom dette anses som hensiktsmessig. Multiplikatormodeller er de vanligste metodene benyttet i praksis. Årsaken til dette er at de er relativt enkle å gjennomføre samtidig som de er intuitive for andre enn fagfolk.

Fordelen med komparativ verdsettelsesmetode er at den er enkel å bruke, lite tidkrevende og ofte presis nok til sitt formål. Dette er trolig avgjørende faktorer for at det er den mest brukte metoden i praksis, til tross for at det er ulemper heftet ved den. En ulempe er at man forutsetter et ”perfekt” marked når aksjer prises over tid og at eventuelle feil rettes raskt (Damodaran, 2012). Dette er forutsetninger som ofte ikke holder i virkeligheten og verdiestimatet kan dermed bli feil. Ettersom metoden baserer seg på komparative selskapers verdi, vil markedets verdioppfatning gjenspeiles. Følgelig vil det øke risikoen for overprising i et optimistisk marked og underprising i et pessimistisk marked. Skjønnsbaserte forholdstall kan også føre til vidt forskjellige estimat blant analytikere. En annen viktig ulempe er at det



---

er utfordrende å finne gode sammenlignbare selskaper på grunn av ulik særegenhet ved selskapene. Metoden er i tillegg mindre presis sammenlignet med fundamental verdsettelse ettersom den ikke går i dybden på strategiske forhold og regnskap.

### 3.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Der fundamental verdsettelse benytter nåverdier og neddiskonteringsrater for å finne et verdiesimat, tar en opsjonsbasert verdsettelsesmetode hensyn til at en investering har flere muligheter (Damodaran, 2012). På denne måten tar opsjonsbasert verdsettelsesmetode hensyn til *fleksibilitet*. Litteraturen på området har ulik tilnærming til hvordan dette kan utføres i praksis. Kaldestad & Møller (2016) beskriver to mulige metoder. En investering kan behandles som en realopsjon og deles inn i tre kategorier: mulighet til å *utsette*, *utvide* eller *avhende* et prosjekt. Tanken bak denne metoden er at selv om ikke et prosjekt har verdi i dag, kan det ha verdi i en senere periode. For eksempel kan et selskap ha pågående forskning- og utviklingsprosjekter som vil kunne generere inntekter på et senere tidspunkt. Opsjonsbasert metode kan utføres ved å legge til *nåverdien av særlig fleksibilitet* i den fundamentale verdsettelsen. Metoden utgjør dermed sjelden en selvstendig verdsettelsesmetode, men kommer i stedet som et supplement til fundamental verdsettelse. Den er også mindre brukt i praksis enn den komparative verdsettelsesmetoden. En årsak til dette er at mange av parameterne som inngår i opsjonsprisinde modeller er utfordrende å estimere i praksis. En annen mulig tilnærming, som Kaldestad & Møller (2011) beskriver i en tidligere utgave av sin bok, er å behandle *egenkapitalen* eller *selskapet* som en kjøpsopsjon. Heller ikke denne metoder er særlig utbredt.

### 3.4 Valg av metode – fundamental verdsettelse

Hvilken av de overnevnte verdsettelsesteknikkene som er mest hensiktsmessig å benytte når vi skal verdsette SalMar avhenger av flere faktorer (Kaldestad & Møller, 2011). For det første vil *tilgang på regnskapsinformasjon* være et viktig moment. SalMar ble børsnotert i 2007 og følgelig har vi god tilgang til detaljerte årsrapporter med historisk informasjon. Dette er helt avgjørende for å kunne benytte fundamental verdsettelse. I tillegg består oppdrettsnæring av flere selskaper som driver innen samme virksomhetsområde, og flere komparative selskaper er nyttig både ved fundamental og komparativ verdsettelse.

For det andre må vi vurdere *tiden vi har til rådighet* opp mot hvor omfattende og anvendelig estimatet vil være, noe som også vil være avgjørende for påliteligheten til estimatet. Siden verdsettelsen av SalMar er vårt selvstendige arbeid som del av vår mastergrad ved Norges

Handelshøyskole, betyr det at vi har et semester til rådighet. Dette taler for en mer omfattende prosess, og fundamental verdsettelse vil være mest aktuell.

For det tredje vil *livssyklusfasen* til SalMar ha innvirkning på valg av verdsettelsesmetode (Kaldestad & Møller, 2016). I hvilken fase SalMar befinner seg i avhenger av hvilket marked som studeres. Store deler av EU har lenge vært det viktigste markedet og en relativ lang eksporthistorikk tilsier at selskapet er i en moden fase. I en moden livssyklusfase kan fundamental verdsettelse være hensiktsmessig, da meste av verdien ofte ligger i eksisterende ressurser (Damodaran, 2012). USA samt enkelte europeiske land er nyere markeder, og kan kanskje bedre karakteriseres som vekstmarkeder. Dette taler for bruk av opsjonsbasert verdsettelse. Vi anser SalMar å være i grenseland mellom høy og moden vekstfase. Med all produksjon hovedsakelig i Norge vil konsesjonssystemet dempe veksten, men oppkjøp og ny teknologi kan likevel kunne bidra til vekst fremover.

For det fjerde kommer valg av metode an på *hvilken bransje* bedriften tilhører, da ulike metoder kan være mer vanlige og hensiktsmessige i enkelte bransjer enn andre (Kaldestad & Møller, 2016). I nyere tid har immateriell kapital fått større betydning for oppdrettsnæringen og således blitt en kritisk faktor for næringens suksess (Asche & Tveterås, 2011). Dette i forbindelse med å løse utfordringer knyttet til bærekraft og miljø, og økte krav fra marked og kunder. Immateriell kapital trengs i flere ledd i verdikjeden. Blant annet har medarbeideres og forskingsmiljøets kompetanse fått større betydning. Dette er eiendeler som er svært utfordrende å verdsette og derfor vil ikke substansverdimodellen egne seg. Imidlertid er et av SalMars pågående forskningsprosjekter relatert til havmerder. Dette vil gagne bransjen som helhet og ha verdi i fremtiden dersom det viser seg å være vellykket. Opsjonsbasert metode vil dermed kunne være aktuell for å inkludere fleksibilitet i estimatet.

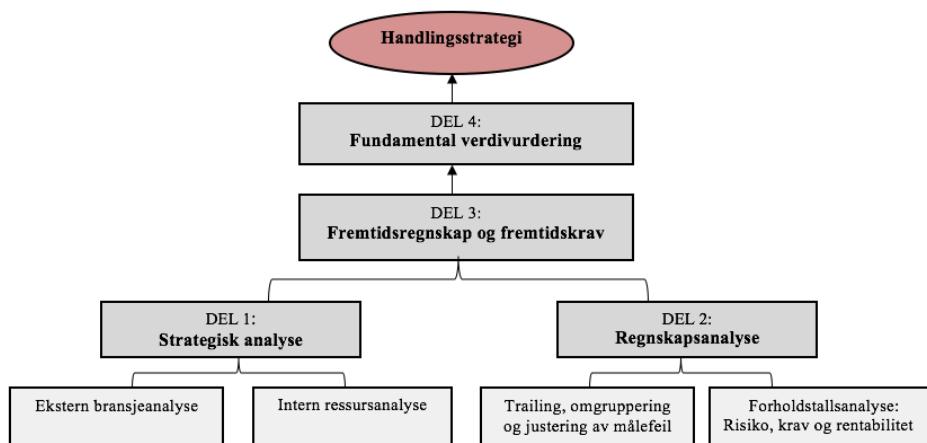
Totalt sett mener vi at fundamental verdsettelse er mest hensiktsmessig som hovedmetode i verdsettelsen av SalMar. Først og fremst fordi vi har god tilgang til offentlig informasjon og fordi metoden er grundig. Metoden virker også fornuftig ut i fra livssyklusfasen SalMar ser ut til å befinne seg i. I tillegg har immaterielle eiendeler økende betydning for bransjen, som dessuten vil være utfordrende å verdsette med andre metoder. For å øke treffsikkerheten og påliteligheten til vårt endelige verdiesimat vil vi i tillegg supplere verdsettelsen med en komparativ metode.

### 3.5 Rammeverk for fundamental verdsettelse

I vår fundamentale verdsettelse av SalMar vil vi benytte Kjell Henry Knivsflås rammeverk slik det er presentert i masterkurset *Rekneskapsanalyse og verddivurdering* ved Norges Handelshøyskole. Rammeverket følger en systematisk prosess og er delt inn i fire hoveddeler. Formålet er å få innsikt i underliggende økonomiske forhold ved SalMar og oppdrettsbransjen.

Første del er en strategisk analyse som ser nærmere på egenskaper ved bransjen og utvalgte ressurser til SalMar. Formålet er å få innsikt i den strategiske posisjonen til SalMar som senere vil bli tatt hensyn til i utarbeidelse av fremtidsregnskapet. Andre del er en regnskapsanalyse der tilgjengelige årsrapporter benyttes for utarbeidelse av ”trailing”, omgruppering og justering av regnskapet og balansen. Dette utføres for å gjøre analysen mer investororientert. Deretter følger en risikoanalyse, hvor den kortsiktige og langsiktige risikoen blir analysert, som resulterer i en syntetiske rating. Innsikten herfra benyttes til å analysere avkastningskrav for både SalMar og oppdrettsbransjen. Til slutt utføres en rentabilitetsanalyse der driftsfordelen og finansieringsfordelen blir identifisert.

I tredje del utarbeides et fremtidsregnskap og –krav basert på innsikt fra første og andre del. I fjerde del utføres selve verdsettelsen. Ulike metoder og modeller vil bli anvendt, for deretter å utføre en konvergeringsprosedyre som vil resultere i et felles verdiesimat. Som en følge av antatt usikkerhet i verdiesimatet utføres simuleringer og sensitivitetsanalyser. Avslutningsvis vil en anbefalt handlingsstrategi presenteres på bakgrunn av et endelig verdiesimat for SalMar-aksjen basert på fundamental og komparativ verdsettelse.



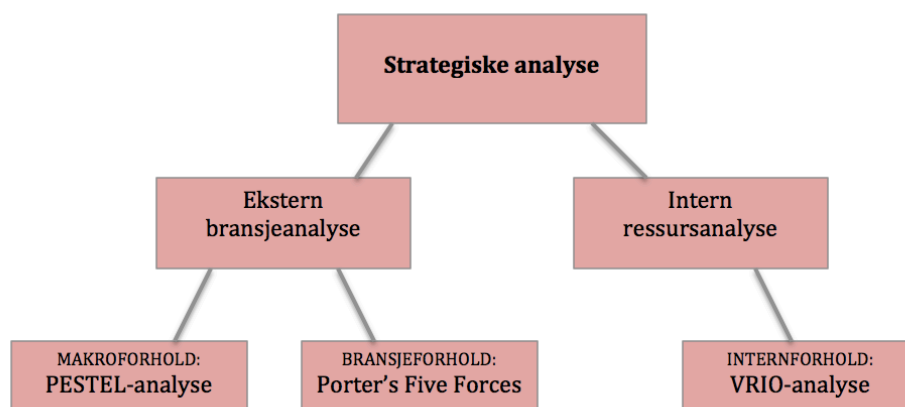
Figur 3-1: Rammeverk for fundamental verdsettelse. Fritt etter Knivsflå (2016b)

## 4. Strategisk Analyse

I dette kapitlet analyseres den strategiske posisjonen til SalMar. En strategisk posisjon vil si *evnen til å generere en strategisk fordel*, altså et selskaps eller en bransjes evne til å skape høyere økonomisk verdi enn henholdsvis konkurrenter eller andre bransjer (Barney, 2014). Formålet med de *kvalitative analysene* som gjennomføres i dette kapitlet er å få innblikk i de underliggende strategiske forholdene til SalMar og bransjen. Analysene bygger på presentasjonen av SalMar og bransjen fra kapittel 2, og innsikten som oppnås vil benyttes videre i utarbeidelsen av fremtidsregnskapet. Kapitlet avsluttes med en oppsummering av analysens viktigste funn.

### 4.1 Rammeverk for strategisk analyse

For å undersøke hvorvidt SalMar har en strategisk posisjon, benyttes verktøy hentet fra litteratur av Lien et al. (2016) og Barney (2014). Rammeverket består av en ekstern bransjeorientert analyse og en intern ressursorientert analyse. Den eksterne analysen deles i en makroanalyse og en bransjeanalyse. I makroanalysen anvendes PESTEL-rammeverket, mens Porter's Five Forces anvendes i bransjeanalysen. Den interne analysen består av en ressursanalyse der VRIO-rammeverket benyttes. Rammeverket oppsummeres i følgende figur:



Figur 4-1: Rammeverk for strategisk analyse. Fritt etter Knivsflå (2016b).

### 4.2 Ekstern bransjeorientert analyse

Eksternanalysen tar for seg makrofaktorer som selskapene i lakseoppdrettsnæringen må forholde seg til, og bransjespesifikke forhold. Et resultat fra en bransjeorientert analyse vil

---

være felles for hele bransjen. Først analyseres hvordan generelle makroforhold påvirker bransjen ved hjelp av *PESTEL-rammeverket*. Deretter vil vi analysere bransjeforhold ved hjelp av *Porter's Five Forces*. Det ble gjort rede for bransjens makroforhold og spesifikke bransjeforhold i kapittel 2, som nå vil benyttes i denne analysen.

## 4.2.1 Makroforhold

### *PESTEL-analyse*

PESTEL er et akronym for *Political, Economical, Social, Technological, Environmental* og *Legal*, som brukes som et strategisk verktøy til å analysere makroforhold som påvirker bransjen (Oxlearn.com, 2016). Akronymet er et popularisert begrep, mens innholdet i analysen ofte refereres til i litteratur som *Macroenvironmental Analysis* (Jones & Hill, 2010). Denne analysen vil kunne identifisere kritiske faktorer rundt hvilke muligheter og trusler bransjen vil møte i fremtiden.

### **Politiske og lovmessige forhold**

Med politiske og lovmessige forhold menes hvordan og i hvor stor grad myndighetene påvirker næringen (Jones & Hill, 2010). Vi finner det hensiktsmessig å drøfte politiske og lovmessige forhold samlet da det omfatter mange av de samme forholdene. I det videre vektlegges konsesjoner og handelspolitiske konflikter.

### *Konsesjoner*

Norges lange kystlinje og gunstige klima har ført til at oppdrett i dag er en av våre viktigste eksportnæringer. For å sikre en balansert og bærekraftig utvikling av næringen så vi i kapittel 2 at strenge politiske reguleringer legger føringer, og at konsesjoner er det viktigste virkemiddelet. For næringen som helhet vil konsesjonssystemet være dempende for veksten, men enkeltelskaper vil likevel kunne vokse rask gjennom oppkjøp av andre selskaper eller kjøp av andres konsesjoner. Det videre spørsmålet blir således hvordan utviklingen i konsesjoner blir i fremtiden.

Olje og gass har lenge vært Norges viktigste inntektskilde og en viktig faktor i utviklingen av det norske samfunnet. Siden oljeprisen begynte å falle i 2014 har det vært usikkert hvilken langsiktig betydning dette vil ha for norsk økonomi, men mye tyder på at Norge må gjennomgå strukturelle omstillinger for å finne nye inntektskilder for fortsatt å oppnå vekst i økonomien. Dette kan på den ene siden bety at oppdrettsnæringen får en større betydning i fremtiden, ved at det således lempes på konsesjonssystemet. På den andre siden vil

myndighetenes stadig økende fokus på miljø og bærekraftig utvikling tyde på at konsesjonssystemet også i fremtiden vil bevares.

I fremtiden kan det tenkes at konsesjoner kan tildeles etter nye metoder og krav. På grunn av økt fokus på miljø og teknologisk utvikling har vi i løpet av de siste årene allerede sett en tendens til dette gjennom tildeling av grønne konsesjoner i bytte mot ordinære. Samtidig er også en eierskapsbegrensning på 25% blitt fjernet (Innst. 406 L (2012-2013)). Vi ser dermed en stadig endring av konsesjonssystemet der tidligere reguleringer som satte en stopper for organisk vekst er blitt fjernet, mens nye reguleringer har satt ytterligere krav for ervervelse av konsesjoner. Politiske rammebetingelser av denne typen vil påvirke oppdrettsselskapenes strategiske posisjon.

#### *Handelspolitiske konflikter*

Eksportinntektene er den viktigste inntektskilden for norske oppdrettsselskaper, noe som innebærer at næringen berøres av handelspolitiske konflikter. Handelspolitiske konflikter er utenfor selskapets kontroll i tillegg til at de er svært vanskelige å forutse. Viktige eksportmarkeder som Russland og Kina er land som begge har innført handelsboikott av norsk sjømat. I ettertid har imidlertid konsekvensene av handelsboikottene vist seg å være av liten betydning for norske oppdrettsselskaper, da tapt salg fra disse markedene har blitt hentet inn i andre vekstmarkeder. I fremtiden vil vi også forvente handelsblokader med betydning for næringen. Vesten opplever bevegelser i det politiske landskapet, noe som blant annet har resultert i at Storbritannia ønsker å forlate EU. I USA ble den kontroversielle forretningsmannen Donald Trump nylig valgt som president. Konsekvensene av de politiske endringene er usikre, men for å være best mulig rustet mot denne typen konflikter kan tilstedeværelse i flere markeder redusere denne typen risiko.

#### **Økonomiske forhold**

Med økonomiske forhold menes hvordan generelle makroøkonomiske trekk vil påvirke en næring (Jones & Hill, 2010). En nærmere analyse gjøres av økonomisk vekst, lakseprisen og rentenivået.

#### *Økonomisk vekst*

Figur 2-4 i kapittel 2 kunne vise en jevn positiv utvikling i eksportinntektene gjennom de siste 20 årene. Til tross for flere nedgangskonjunkturer i verdensøkonomien i samme periode har oppdrettsbransjen likevel klart å vise til god inntjening. Dette gjelder både i kjølevannet

---

av finanskrisen fra 2008 og statsgjeldkrisen i ettertid, der begge krisene hadde stor betydning for EU-området. Dette indikerer at internasjonalt tilbud og etterspørsel etter laks er mer påvirket av bransjespesifikke forhold. Eksempel er sykdomssituasjonen i Chile som har ført til redusert tilbud i markedet, samtidig som det har drevet lakseprisen opp. Videre kan det tyde på at laks i mange markeder er et nødvendighetsgode og ikke et luksusgode, der kundene kjøper produktet selv i nedgangstider. Dette kan være en følge av økt velstand blant befolkningen i eksportmarkedene.

#### *Valutakurser*

Oppdrettsselskapene er en svært eksportrettet næring, noe som fører til at det meste av inntektene er i utenlandsk valuta, mens kostnadene typisk er i norske kroner. EU er det viktigste eksportmarkedet, noe som betyr at den norske kronens relative styrke mot euroen er av stor betydning. Generelt er selskapene eksponert for valutarisiko, noe som de løser gjennom fastsettelse av valutaterminkontrakter. Dette innebærer at selskapene sikrer valutakursen frem i tid, noe som gir forutsigbarhet for fremtidige inntektsstrømmer. Dagens svake norske krone er eksempelvis en av hovedgrunnene til den svært gode inntjeningen de siste årene. Svak norsk krone er generelt gunstig for eksportnæringer, og det fører til at norske varer får økt konkurransekraft på det globale markedet. Dersom ikke oppdrettsselskapene sikrer seg mot valutasvingninger, vil dette føre til store fluktasjoner og uforutsigbarhet i inntjeningene.

#### *Rentenivå*

Ettersom bransjen er svært kapitalintensiv vil en renteendring kunne ha stor betydning for oppdrettsselskapene. Hvor stor betydning det kan få avhenger av selskapenes finansieringsstruktur. Beregninger viser at selskapene har omtrent lik finansieringsstruktur, med en gjeldsandel på ca. 50%. Styringsrenten satt av Norges Bank (2016) ligger på 0,5% per 27. oktober. Det utarbeides prognoser på den fremtidige renten, men det er likevel uvisst hvor lenge dagens lave rente vil forbli på dette nivået. Norges Bank anslår at styringsrenten vil være stabil i en toårsperiode fremover, men at den vil få en liten oppsving fra 2018 (Norges Bank, 2016). Det er derfor grunn til å anta en rente som vil ligge litt over dagens nivå, dersom selskapene skal sette et avkastningskrav for nyinvesteringer i fremtiden. Høyere rente vil føre til et høyere avkastningskrav på gjeld, men også på egenkapital dersom vi legger kapitalverdimodellen til grunn (Berk & DeMarzo, 2014). Denne modellen vil vi komme tilbake til i kapittel 7. Per i dag er renten lav og det gir rom for økt investeringstakt.

Imidlertid bør oppdrettsselskapene i fremtiden tåle både en renteoppgang og lavere laksepris, noe som vil kunne ha en vesentlig betydning på selskaperes resultater.

### **Sosio-kulturelle forhold**

Med sosio-kulturelle forhold menes hvordan endringer i sosiale normer og verdier påvirker en bransje (Jones & Hill, 2010). I Norge har det lenge vært en trend med et stort fokus på sunnhet, og det er en godt etablert sannhet hos nordmenn at laks er en utmerket matvare i et sunt kosthold. Det spises likevel større mengder kjøtt i Norge enn fisk, så det norske markedet har stort potensial til å vokse. Markedet i Japan foretrekker norsk laks og dette er det mest kresne laksemarkedet. På det globale sushimarkedet har norsk laks blitt ettertraktet fordi store volum kan leveres med høy kvalitet, noe som er nødvendig for ulike sushiretter der rå fisk benyttes. Her til lands har sushimarkedet hatt en enorm vekst siden år 2000 da den japanske matretten for alvor fikk økt fokus (Norges sjømatråd, 2014). I dag spiser nordmenn mer sushi enn noen gang tidligere. Sushi-trenden vi har sett i Norge ser ut til å være en del av en global trend, og sushimarkedet vokser raskt i en rekke land (Aftenposten, 2013). Sushi har gått fra å være et fenomen blant de rikeste og matinteresserte, til å bli et måltid for den ”vanlige mannen på gata”. Trender når ulike land og markeder ulikt, og på verdensbasis er sushimarkedet voksende. Dette lover godt for norsk eksport av laks for fremtiden.

Det er sannsynlig at verdens befolkning passerer ni milliarder i år 2050 (FN, 2015). NRK kunne melde i 2014 om FNs matvareprogram som anslår at dagens produksjon av mat kan mette 12 milliarder mennesker, men at én tredel av dette kastes (NRK, 2014). En ting er fordelingen av maten vi produserer, en annen ting er kvaliteten. Sistnevnte kan det stilles et spørsmålstegn ved med tanke på vestens økning i andelen overvektige mennesker. Vi vil dermed driste oss til å påstå at produksjonsmengden av *næringsrik* mat må økes, og sjømat omfavnes av denne kategorien. I dag kommer rundt 5% av verdens mattilførsel fra havet (Laks.no, 2016). Dette taler også for at det finnes et stort potensial i oppdrettsnæringen.

### **Teknologiske forhold**

Med teknologiske forhold menes hvordan teknologi påvirker en bransje (Jones & Hill, 2010). For at oppdrettsnæringen skal være lønnsom, er bransjen avhengig av effektivitet i verdikjeden. Dette kan oppnås gjennom teknologiske løsninger, for eksempel dagens merder ved kysten og mottak på land. De fleste oppdrettsselskapene startet som mindre selskap på 70-tallet, men er i dag store internasjonale konsern med midler til å investere i teknologi. Enkelte selskap i bransjen satser på å være ledende innen den teknologiske utviklingen, og



---

de får støtte fra myndighetene for sine prosjekter. Flere selskaper er i gang med utviklingsprosjekter for nye merder til bruk lenger ut på havet. Teknologien hentes fra oljesektoren og prosjektene er i samarbeid med en rekke mindre selskaper. Tilretteleggingen fra myndighetene og samarbeidet med Fiskeridepartementet ser ut til å være godt, og dette kan bidra til å nå et fastsatt mål om å femdoble lakseproduksjonen innen 2050 (NRK, 2014). Med oljenedgang, “det grønne skiftet” og innovasjonssatsinger som bakteppe, ser det ut til å være stor vilje til å utnytte oljeteknologien i andre næringer. Således kan arbeidsplasser for ingeniører og annen kompetanse sikres. Med myndighetene på sin side, anser vi at de teknologiske forholdene representerer store muligheter for oppdrettsselskapene i fremtiden.

På den annen side er det omfattende kostnader ved utvikling av ny teknologi. Enkelte selskaper har fått innvilget utviklingskonsesjoner som gjør at prosjektene kan avslutte forskningsfasen og tre inn i en testfase. Selv om disse konsesjonene er vederlagsfrie i utgangspunktet, må selskapet som står for utviklingen likevel betale et vederlag per konsesjon når prosjektet skal kommersialiseres. Dersom selskapene finner at slike investeringskostnader blir for kostbart, vil forskningen i næringen stagnere og konsekvensene kan bli redusert vekst der andre land kan ta markedsandeler.

### **Miljømessige forhold**

Med miljømessige forhold menes økologiske og klimatiske forhold som kan påvirke en næring (Samson et al., 2012). Miljømessige forhold utgjør i dag en trussel for bransjen, der lakselus er den største utfordringen. I tillegg er langsiktig vekst i selskapene avhengig av at produksjonen skjer på en bærekraftig måte. Det vil si at vekst ikke skal gå på bekostning av havene og kysten, men at senere generasjoner også skal kunne ha nytte av havets ressurser. Det har vært mange saker i media de siste årene med lakselus og medisinerings av oppdrettslaksen. Dersom fungerende tiltak ikke iverksettes, er det en viss fare for at tilliten til bransjen svekkes gradvis, i tillegg til tapte inntekter. Et annet problem for næringen er rømming av oppdrettslaks, men aktørene jobber med løsninger for å nå nullvisjonen vedrørende rømming av oppdrettslaks.

En miljømessig mulighet er de topografiske forholdene langs norskekysten. Det er særdeles gode forhold å drive lakseoppdrett sammenlignet med andre lands kystlinjer. I tillegg har vi store havarealer der potensialet er stort og i ferd med å utforskes. En mulighet i næringen er større satsning på økologisk produksjon. Denne typen oppdrettslaks etterspørres i høyere grad i dag enn tidligere. Dette kan være på grunn av utbredelse av lakselus, men også

generelt økt matbevissthet hos en større gruppe forbrukere. Økologisk produksjonsmåte bevarer miljøet laksen blir produsert i og gir laks med høyere kvalitet.

### ***Oppsummering av makroforhold***

De største truslene knytter seg til de *miljømessige faktorene*. Lakselus og andre sykdommer har vært et stort problem for næringen i lang tid, og det er ingen garanti for at problemet vil bekjempes i fremtiden. Derfor anser vi dette som den største trusselen. I tillegg er det andre viktige trusler rundt faktorer som handelspolitikk og begrensninger i vekst som følge av konsesjonsordningen.

De største mulighetene synes å ligge i *teknologiske nyvinninger*. Ny teknologi kan bidra til å redusere problemet tilknyttet lakselus og rømming. Næringen vil også kunne få bedre kapasitetsutnyttelse, som vil være viktig for å møte en økt etterspørsel med tanke på økt befolkningsvekst og helsefokus. I tillegg utvises det politisk satsningsvilje, samtidig som en lav rente gir mulighet for å øke investeringstakten. En global sushitrend og økologisk fokus representerer ytterligere to muligheter for oppdrettsbransjen.

## **4.2.2 Bransjeforhold**

### ***Porter's Five Forces***

I det følgende analyseres bransjens viktigste konkurransekrefter, der det undersøkes hvor attraktiv lakseoppdrettsnæringen er og hvilke faktorer som påvirker dette. Graden av konkurranse i en bransje er betinget på fem faktorer (Porter, 1979). Disse er *trussel fra substitutter*, *trussel fra nyetablerte*, *trussel fra kundene*, *trussel fra leverandørene* og *trussel fra rivaler*. Disse faktorene har betydning for hvorvidt aktørene i den relevante bransjen kan skape og beholde en strategisk fordel. Faktorene analyseres nærmere ved å settes inn i rammeverket Porter's Five Forces. I tillegg til Porters artikkel fra 1979, benyttes også Barneys (2014) gjengivelse for å strukturere diskusjonen.

### **Trussel fra substitutter**

Substitutter er produkter eller tjenester som kan dekke kundenes behov på en annen måte (Porter, 1979). Definerer vi laks som en *matvare* for å dekke behovet for proteiner og en matkulturell opplevelse, blir substituttene potensielt mange. Her kan man trekke inn ulike proteinrike kjøttvarer som for eksempel storfe og kylling som substitutter til et laksemåltid. Disse dekker samme næringsbehovet og kan gi en god matopplevelse. En annen tilnærming er å se på bruken av laks i sushi i det japanske kjøkkenet. Da vil substituttene være et bredt

---

spekter av sjømat, inkludert scampi og ål. Avgrensningen gjøres ved bruken av laks som *hovedrett i et middagsmåltid* og derfor anses substitutter å være annen type matfisk fra Norge. Av annen type fisk anser vi torsk og ørret som de nærmeste substituttene, ettersom disse er to populære matfisker fra Norge. Torsk og annen type hvit fisk går under kategorien mager fisk, mens laks og ørret er fete fisker. Vi velger å ikke skille nevneverdig på dette, ettersom begge de ulike fiskeslagene er svært næringsrike på ulike måter, og begge kan skape den samme matopplevelsen. Det fete fiskefettet har dessuten blitt vanlig å ta som kosttilskudd.

Det er forsøkt å drive oppdrett på torsk uten særlig hell. I 2015 ble det fisket 400 000 tonn torsk i Norge (SSB, 2015). Til sammenligning ble det produsert 1,3 millioner tonn laks, men bare rundt 72 000 tonn regnbueørret (SSB, 2015). Statistisk sentralbyrå kan også rapportere om nedgang i andre typer oppdrettsarter, bortsett fra laks og ørret. Det tyder på at laksen holder seg populær hos forbrukerne. Laks er ikke sesongavhengig noe som gjør at forbrukerne kan få tak i laks uavhengig av årstid. Selv om laks er en populær matfisk hos forbrukerne, vil likevel etterspørselen kunne påvirkes av prisoppgang eller dårlig kvalitet. For eksempel er det grunn til å tro at forbrukerne vil velge andre fiskearter dersom kvaliteten på laksen går ned grunnet for eksempel medisinbruk, eller ved en voldsom prisoppgang. Vi anser derfor trusselen fra substitutter som *moderat*.

### **Trussel fra nyetablerte**

Dersom trusselen fra nyetablerte er stor vil det kunne true lønnsomheten i næringen. Det største hinderet for nyetableringer i oppdrettsnæringen er anskaffelse av konsesjoner. Enten kan man få innvilget en ny konsesjon eller man kan anskaffe konsesjoner i markedet ved å kjøpe fra andre oppdrettere. I tillegg til dette kommer et fast vederlag per år for konsesjonene som normalt ligger på 8 millioner kroner (Fiskeridirektoratet, 2016). Oppdrettsnæringen er med andre ord strengt regulert og det er krevende å komme inn på markedet. Det kreves også store etableringskostnader tilknyttet produksjonsutstyr og ulike anlegg, så totalt sett er det høye barrierer for å etablere seg i oppdrettsnæringen. De store børsnoterte oppdrettsselskapene i Norge har en sterk posisjon fordi de har kapret en stor del av markedet og kan dra nytte av stordriftsfordeler. I tillegg er de finansielt sterke. Trusselen fra mindre selskaper som ikke er børsnotert, men er i sterk vekst, anses som vesentlig større enn trusselen fra nyetableringer i bransjen. I tillegg vil det norske markedet kunne oppleve trussel fra internasjonale nyetableringer i sterk vekst, for eksempel fra land hvor det er lavere inngangsbarrierer. Vi anser derfor trusselen fra nyetableringer til å være *moderat*.

### **Trussel fra kundene**

Det største markedet for oppdrettsnæringen i Norge er Europa, med Polen, Danmark og Frankrike som de største enkeltmarkedene målt i omsetning. Videre selges det hovedsakelig til større grossistfirmaer og videreforedlingsbedrifter, men også direkte til utsalgssteder. Russland har historisk sett vært et viktig marked, men etter handelsboikotten som ble innført mot Norge og flere EU-land i august 2014, har salget stagnert. Dermed har land som USA og Storbritannia fått større betydning for norsk lakseeksport. Markedene er vidt forskjellige og hvert marked består av mange enkeltstående kunder. Hver av disse har liten makt, men anser vi ett land som én kunde vil makten bli betydelig. Likevel har det i ettertid vist seg for eksempel at Russlands handelsboikott har hatt minimal innvirkning på resultatene, på grunn av økt etterspørsel fra nye markeder. Et annet moment er at laks ofte anses som en standardvare, og det er derfor lave byttekostnader. Trussel fra kundene anser vi derfor som *moderat*.

### **Trussel fra leverandørene**

Selv om de største aktørene i oppdrettsnæringen driver hele verdikjeden selv, er de fleste avhengige av å kjøpe fiskefôr fra eksterne leverandører. Fiskefôr utgjør den største andelen av totalkostnadene for bransjen, slik at makt hos fôrleverandørene vil kunne ha mye å si for den totale lønnsomheten i bransjen. Derfor trekker vi kun inn fôrleverandørene i vår analyse av trussel fra leverandører. De største leverandørene i det norske markedet er EWOS, Skretting og BioMar. Marine Harvest har de senere årene gjort store investeringer i egne fiskefôrfabrikker og er nå tilnærmet selvforsynt med fiskefôr (Vest24, 2015). Med flere store aktører som presser hverandre på marginene, vil det trolig ikke være vesentlig leverandørmakt i oppdrettsnæringen. Strategiske oppkjøp og omstrukturering i eierforholdene hos fôrprodusentene skjerper konkurransen blant aktørene.

Videre anser vi fiskefôr for å være en standardvare, noe som impliserer lave byttekostnader for oppdrettsselskapene. Dette indikerer lav forhandlingsmakt hos fôrprodusentene. På den annen side produserer de fleste av aktørene fôr til flere arter enn bare laks og er således ikke fullt avhengige av lakseoppdrettsnæringen (iLaks, 2015). Dette drar i retning av en mer moderat trussel. Marine Harvest trenger ikke frykte makt hos fôrleverandører. Ettersom det eksisterer konkurranse i fôrmarkedet, har trolig de andre selskapene i næringen heller ikke mye å frykte. Totalt sett anser vi trusselen fra leverandører å være *lav*.

---

### Trussel fra rivaler

I følge Barney kan trussel fra rivaler forklare intensiteten på konkurransen mellom de etablerte selskapene i bransjen (Barney, 2014). Etter en omfattende konsolideringstrend gjennom de siste 20 årene er det i dag 98 selskaper som står for den norske lakseproduksjonen (iLaks, 2016). Et relativt stort antall konkurrerende selskaper skulle tilsi økt trussel fra rivaler. Imidlertid er det stor forskjell i størrelsen på disse konkurrentene da de tre største oppdrettsselskapene står for en betydelig andel av den totale lakseproduksjonen. Et fåtall store aktører vil igjen tilsi en noe dempet rivalisering mellom selskapene.

Videre er oppdrettslaksen i stor grad et homogent produkt, noe som tilsier liten mulighet for prispåvirkning. Selv om aktørene forsøker utvikling av nye produkter og merkevarebygging, er laks et standardisert produkt der aktørene tar prisen for gitt. Eksempelvis vil mange kunder i utgangspunktet forvente høy kvalitet på norsk laks, og det vil kunne være en konkurranseulempe dersom kvaliteten ikke er tilfredsstillende. Å differensiere seg med lavpris og lavkvalitetslaks kan derfor være en dristig strategi. Lite produktdifferensiering og påvirkning på pris tilsier økt rivalisering i bransjen.

Under diskusjonen av valg av metode i kapittel 3 kom vi frem til at oppdrettsbransjen er på grensen mellom rask og moden vekstfase. Ettersom markedet har et potensial til å vokse i fremtiden, vil dette dempe rivaliseringen. Trolig vil det totale markedet øke, særlig dersom kapasiteten kan utvides ved at nye havmerder blir godkjent. Konkurrentene trenger da ikke å ta markedsandeler fra hverandre for å vokse. Dersom det ikke utstedes flere konsesjoner, hverken til havs eller langs kysten, vil vi kunne se økt rivalisering gjennom konkurranse rundt eksisterende konsesjoner.

Per i dag anses trusselen fra rivaler som *moderat*, mye grunnet få og store aktører. Imidlertid vil en lønnsom bransje tiltrekke seg nyetableringer og føre til vekst for mindre selskaper, og dermed kan trusselbildet forandre seg på noe lengre sikt.

### Oppsummering av Porter's Five Forces

Vi har sett på hva som påvirker graden av konkurranse i oppdrettsnæringen. Vårt resultat av analysen indikerer at oppdrettsbransjen er en strategisk bransje å investere i på grunn av fravær av betydelig trusler. Trusselen fra substitutter er moderat så lenge lakseprisene ikke øker ytterligere. Betydelige inngangsbarrierer fører til at aktørene kan beholde sin sterke posisjon. Ettersom handelsboikotter har hatt liten negativ virkning på bransjen samt at nye

vekstmarkeder har kommet til, ser det ut til at kundene kun har en moderat forhandlingsmakt. Lave byttekostnader fører til en lav trussel fra leverandørene. Få og store aktører innen næringen medfører en moderat intern rivalisering. Analysens resultater har vi oppsummert i følgende figur:

	Liten	Moderat	Høy
Trussel fra substitutter		x	
Trussel fra nyetableringer		x	
Trussel fra kunder		x	
Trussel fra leverandører	x		
Trussel fra rivaler		x	

Tabell 4-1: Oppsummering av Porter's Five Forces.

### 4.3 Intern ressursorientert analyse

I en internanalyse er hovedmålet å kartlegge de interne forholdene til et selskap. Dette innebærer å analysere et selskaps ressurser. Med ressurser mener vi finansiell, fysisk, human eller organisasjonsrelatert kapital som bedriften kontrollerer (Barney, 2014). I det følgende analyseres fem ulike ressurser som SalMar besitter. Disse er *teknologi og forskningskompetanse, InnovaMar, lokasjon i nordlige områder, produktfokus og økologiske konsesjoner*. Ressursene har blitt valgt på bakgrunn av innsikt i bransjen og selskapet, hva som har vært viktig i den senere tids vekst og i fremtidsutsiktene i næringen. I tillegg er det på disse områdene SalMar har skilt seg fra ”gjennomsnittsbedriften” i bransjen, slik vi så i avsnitt 2.4.5. Vi skal benytte VRIO-rammeverket for å undersøke hvorvidt ressursene kan gi et varig konkurransefortrinn. Senere vil vi knytte resultatene fra denne analysen til resultatene vi får i kapittel 8 hvor vi kvantifiserer den strategiske fordelene.

#### 4.3.1 VRIO-analyse

VRIO er et akronym for *Value, Rarity, Imitation* og *Organization* (Barney, 2014). Det innebærer å stille spørsmål ved hvorvidt ressursene er *verdifulle for kundene, sjeldne i markedet, vanskelige å imitere* og *effektivt organiserte*. Sistnevnte vil si at ressursen er fullt utnyttet og godt organisert i virksomheten. Oppfyller en ressurs alle kriteriene, kan den kategoriseres som et varig konkurransefortrinn. På norsk kalles verktøyet for en SVIMA-analyse, men vi har valgt å ta utgangspunkt i den engelske versjonen fordi den er tilnærmet slik den opprinnelig ble utarbeidet av Jay Barney (1991).

---

## ***Teknologi og forskningskompetanse***

Besittelse av teknologiske ressurser er på mange måter selvsagt for alle aktører i oppdrettsnæringen. Gjennom målrettet forskning og satsning på nye teknologiske løsninger for oppdrettsnæringen, utmerker likevel SalMar seg som et selskap med store teknologiske ressurser, som moderne mottaksanlegg og prototyper av nye havmerder. Teknologien bidrar til at selskapet kan redusere kostnader samtidig som de bevarer høy kvalitet på laksen, for eksempel ved hjelp av overvåkingssystemer for føring og sykdomsbekjempelse. At selskapet har høy forskningskompetanse er ikke noe som har verdi for kundene i seg selv. For dem spiller det ingen rolle hvem som har kommet frem til de teknologiske løsningene som en hel næring kan benytte seg av, så lenge laksen er av den etterspurte kvaliteten. På den annen side vil teknologien, som et resultat av forskningen, være svært verdifull for kundene fordi det påvirker pris og kvalitet direkte.

Selv om SalMar benytter moderne høyteknologiske anlegg og besitter høy forskningskompetanse gjennom sine ansatte, er dette en ressurs som ikke er sjelden i markedet. De viktigste konkurrentene til SalMar har tilnærmet lik teknologi på mange felt, og Marine Harvest er en annen aktør som også bruker store midler på teknologiutvikling. Med mindre teknologien er svært unik og patentbeskyttet er den ikke vanskelig å imitere for konkurrentene. Dessuten er det ønskelig fra myndighetenes side at hele næringen samlet får nytte av den utviklede teknologien, slik at Norge når sitt mål om å femdoble produksjonen innen 2050. På den annen side tar det tid å bygge opp forskningskompetanse, så ressursen kan dermed være sjelden i markedet på kort sikt. På lengre sikt vil konkurrenter kunne imitere både kompetanse og teknologi.

Det er vanskelig for eksterne aktører å vite med sikkerhet om ressursen er effektivt organisert, altså fullt utnyttet. Det må antas at et selskap som SalMar som satser på teknologi og utvikling også er nøye med å optimalisere nytten av investeringene, og at de teknologiske ressursene dermed er effektivt organisert.

## ***InnovaMar***

InnovaMar er SalMars største anlegg for ilandføring, slakting og bearbeiding av laks, lokalisert på Frøya sammen med hovedkontoret. I følge selskapet selv er det verdens mest innovative og kostnadseffektive anlegg. Dette støttes av Norsk Fiskerinæring (2016) og deres tall for slaktevolum, men som dog gjelder kun for den norske næringen. Anlegget bidrar til høyeffektiv produksjon og har størst slaktekapasitet i bransjen. Dette resulterer i

lavere produksjonskostnad per kilo laks, som videre vil kunne reflekteres i større marginer for SalMar. I tillegg vil et moderne anlegg kunne føre til bedre behandling av laksen som vil gi høyere kvalitet. Ressursen vil vi derfor klassifisere som verdifull. Hvorvidt ressursen anses å være sjelden kommer an på tidshorisonten. På kort sikt kan det sies å være en sjelden ressurs da det er en kostbar investering, og per i dag synes ingen av konkurrentene å besitte tilsvarende høyeffektive anlegg. Vi mener derfor at ressursen er sjelden, dog ikke på lengre sikt, da flere aktører trolig vil investere i tilsvarende anlegg. Selv om ressursen innebærer høye investeringskostnader, er teknologien tilgjengelig og det er mulig for konkurrenter å anskaffe denne typen anlegg. Følgelig er ressursen imiterbar. Hvorvidt den er effektivt organisert og utnyttet knytter vi til kapasitetsutnyttelsen. I følge Norsk Fiskerinæring (2016) har SalMars anlegg størst kapasitet. Det kan antas at de opererer med praktisk kapasitet, da noe ledig kapasitet grunnet beredskap eller vedlikehold er nødvendig. Vi antar at de utnytter denne best mulig, og derfor anser vi ressursen som utnyttet.

### *Lokasjon i nordlige områder*

SalMar sin oppdrett og foredling er lokalisert i Midt- og Nord-Norge, i kystområder som har et godt klima for lakseoppdrett. Et kjøligere område gjør forekomst av lakselus og andre sykdommer sjeldnere. Dette er med på å heve kvaliteten på laksen. Likevel er ikke god lokalitet trolig noe som har verdi for kundene i seg selv. Dette vil kun på en indirekte måte ha verdi for kundene dersom det bidrar til økt kvalitet på laksen. Høy kvalitet leveres dessuten av konkurrentene selv om de er lokalisert lengre sør. Det er begrenset kapasitet langs kysten, men likevel er ikke SalMar de eneste med lokasjon i nordlige deler langs kysten. Dermed er heller ikke dette en sjelden ressurs. Hvorvidt den er imiterbar kommer an på hvor lett det er å etablere seg i samme region. På den ene siden ser kapasiteten langs store deler av kysten ut til å være full. På den annen side er det mulig å kjøpe annenhåndskonsesjoner. Derfor kan det konkluderes med at ressursen er imiterbar. Styrken ved lokasjonen til SalMar er også dens svakhet. Selv om nordregionen er et topografisk bra sted for lakseoppdrett, betyr det også at selskapet ikke har flere ben å stå på dersom det skulle bli et angrep av lakselus i denne regionene. De vil trolig bli nødt til å slakte store volum, og dermed tape store inntekter. Her har konkurrenter som Grieg Seafood og Marine Harvest en fordel, ettersom de har lokasjoner flere steder i verden. Siden SalMar ikke har større spredning på sine lokasjoner, kan heller ikke ressursen sies å være effektivt organisert.



---

## *Produktfokus*

SalMars produktvalg består kun av laks. Ved å fokusere på én art vil de kunne kanalisere sin kompetanse mot laks, oppnå stordriftsfordeler og således bli eksperter på oppdrett av denne arten. Kompetansen de tilegner seg vil da kunne bidra til forbedret kvalitet i alle ledd i verdikjeden. Dette vil gi verdi til kundene ved at de handler med en ekspert på området. I tillegg vil det på lengre sikt kunne styrke SalMars posisjon i bransjen ved å spesialisere seg på én art.

Det er flere av SalMars konkurrenter som produserer kun laks, som NRS og Grieg Seafood. Av disse er det NRS som ligner SalMar mest, ettersom Grieg Seafood er en del av et større konsern med en rekke ulike kjernevirksomheter. Produktfokusset er således ikke en sjelden ressurs i markedet, og det er grunn til å forvente økt trussel fra utfordrerer NRS.

Å fokusere på ett produkt må sies å være imiterbart i stor grad. Eksempelvis kan Lerøy avvikle sin produksjon av hvit fisk dersom de ønsker utelukkende å satse på laks. Hvorvidt ressursen er fullt utnyttet, betinger i stor grad på hvordan selskapet organiserer seg. SalMar produserer store volum av hel fisk som sendes til utenlandske kunder, og har mindre fokus på ferdigvare og merkevarebygging. Det ligger dermed et potensial i produktutviklingen, og ressursen kunne dermed vært utnyttet bedre.

## *Økologiske konsesjoner*

Markedet har økt sin etterspørsel etter økologisk laks. SalMar utnyttet muligheten allerede i 2009 og skaffet seg en rekke økologiske konsesjoner, og er nå størst i verden på produksjon av økologisk laks. Dette er verdifullt for kundene som etterspør laks av unik kvalitet. Imidlertid er det noe usikkert hvorvidt trenden med økologiske produkter vil opprettholde det høye popularitetsnivået vi nå observerer i markedet generelt. Det er mulig at dette i fremtiden vil falle og gå tilbake til målgruppen som ”alltid” har kjøpt økologisk.

Per 2013 fantes det fem økologiske konsesjoner og SalMar har i dag eierskap til alle (Debio, 2013). Siden det tar et par år fra innvilgelse til slakteklar laks, er SalMar fortsatt dominerende i segmentet. Derfor kan ressursen sies å være sjelden i markedet. Hvorvidt det er vanskelig å imitere denne ressursen betinger i stor grad på utstedelse av nye økologiske konsesjoner og hvorvidt produksjonen vil oppfylle regelverket for økologisk produksjon. Selv om en ny aktør skulle fått konsesjoner på økologisk oppdrett, vil det ta tre til fire år før aktøren kan starte salget av laksen. Hvorvidt SalMar vil oppleve imitasjon av denne

ressursen kommer an på hvordan konkurrentene ser på dette markedet i fremtiden og om disse er villige til å satse. På kort sikt er dermed ressursen lite imiterbar.

Salg av laks til EU avhenger av EØS-regelverket. Fordi tilpasningen av EU-regelverket rundt økologisk produksjon til EØS-regelverket lar vente på seg, er det usikkerhet rundt det fremtidige markedet. Imidlertid selges SalMars økologiske laks i det norske markedet, der forbrukerne etterspør produktet. Selv om alle de fem konsesjonene til SalMar er i bruk, og produksjon og slakting av den økologiske laksen er i gang, er det likevel grunn til å mene at ressursen ikke er fullt utnyttet. Dette på grunn av påvente om klarsignal for å selge til det europeiske markedet. Totalt sett har denne ressursen et potensial til å bli et varig konkurransefortrinn. Ulempen er usikkerheten rundt hvorvidt dette markedet vil holde seg stabilt og lønnsomt. Det er også viktig å påpeke at den økologiske produksjonen utgjør en liten del av totalproduksjonen og totalmarkedet for oppdrettslaks. Det er derfor stor usikkerhet rundt denne ressursen i fremtiden.

#### 4.3.2 Oppsummering av ressursene

I *Tabell 4-2* oppsummeres resultatene fra VRIO-analysen. For teknologi- og kompetanseressursen finner vi et paritetsfortrinn. Dette gjelder også for produktfokus. Et paritetsfortrinn vil si at flere konkurrenter har den samme ressursen (Knudsen et al., 2016). Her finner vi at begge ressursene besittes av andre aktører, og de vil trolig ikke kunne skape noe konkurransefortrinn. Produksjonsanlegget InnovaMar er en viktig ressurs for SalMar. Det er derimot en ressurs som på sikt vil kunne imiteres av konkurrentene. Følgelig vil denne kun utgjøre et midlertidig fortrinn. Lokasjonsressursen har blitt klassifisert som et trivielt fortrinn. Dette fordi den ikke er viktig for omgivelsene. De økologiske konsesjonene utgjør et potensielt fortrinn. Dette fordi ressursen ikke er fullt utnyttet. Som påpekt i slutten av forrige avsnitt er det usikkerhet rundt utnyttelsen av ressursen. Dermed representerer heller ikke denne ressursen et varig konkurransefortrinn.

Ressurs	Verdifull	Sjelden	Imiterbar	Utnyttet	Konkurranseimplikasjon
Teknologi og forskningskompetanse	Ja	Nei	Ja	Ja	Paritetsfortrinn
InnovaMar	Ja	Ja	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Lokasjon i nordlige områder	Nei	Nei	Ja	Nei	Trivielt fortrinn
Produktfokus	Ja	Nei	Ja	Nei	Paritetsfortrinn
Økologiske konsesjoner	Ja	Ja	Tja	Nei	Potensielt fortrinn

*Tabell 4-2: Oppsummering av VRIO-analyse.*

---

Konklusjonen vi kan trekke fra internanalysen er at SalMar ikke besitter ressurser som representerer et varig konkurransefortrinn. Totalt sett ser vi at mange av ressursene er mulig å imitere, samtidig som de ikke er sjeldne. Det er med andre ord lite som skiller SalMar fra sine konkurrenter. Det vi imidlertid vet kan utgjøre et fortrinn er de økologiske konsesjonene. Disse utgjør dog en liten del av totalproduksjonen, og vil i det store bildet trolig ha liten innvirkning på totallønnsomheten. InnovaMar representerer i dag kostnadsbesparende teknologi som fører til lavere produksjonskostnader og høyere effektivitet i slakteanleggene. Dette utgjør i dag kun et midlertidig fortrinn ettersom teknologien kan imiteres på lengre sikt. I kapittel 8 vil vi kvantifisere ressursfordelen, og vi kan forvente at den utgjør en mindre del av den totale strategiske fordel.

#### 4.4 Oppsummering av strategisk analyse

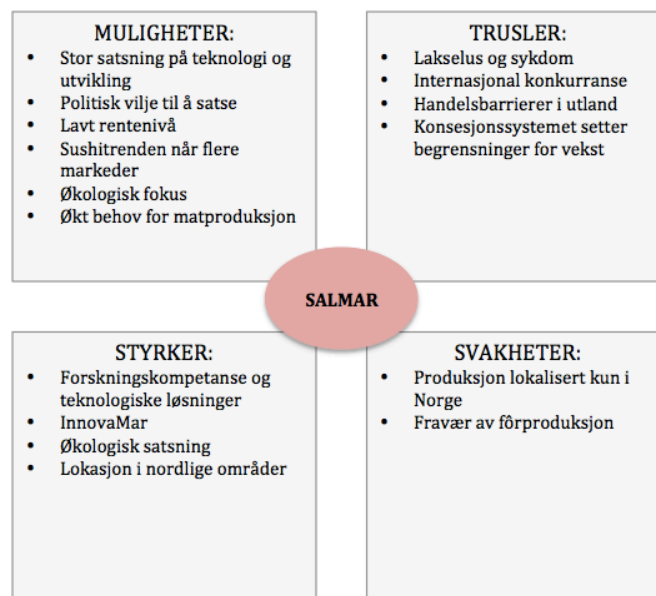
Funnene fra den eksterne bransjeorienterte- og den interne ressursbaserte analysen oppsummeres her i et SWOT-rammeverk. SWOT står for *Strength, Weakness, Opportunities* og *Treaths* (Grant, 2010). Styrker og svakheter baseres på den interne analyse, mens muligheter og trusler baseres på den eksterne analysen. Hensikten bak SWOT-rammeverket er at aktørene skal velge strategier som utnytter mulighetene, nøytralisere truslene og unngår eller forbedrer svakhetene. Rammeverket tegner således et bildet av SalMars strategiske risiko.

Av styrker hos SalMar vil vi trekke frem deres forskningskompetanse og derav deres godt utviklede teknologiske løsninger. Denne kunnskapen kan blant annet bety at SalMar er først ute med havmerder og andre effektive anlegg som kan løse problemer for bransjen. Herunder kommer også InnovaMar som bidrar til kostnadsbesparelser og bedring av marginer. I tillegg har SalMar en unik satsning innen økologisk produksjon av oppdrettslaks. Med økt fokus på miljø og bærekraftig utvikling mener vi dette kan være et viktig satsingsområde for SalMar, på tross av usikkerhetene.

Av svakheter vil vi peke på at SalMar kun har lokalisert produksjonen sin i Norge, noe som gjør selskapet sårbare for eksempelvis lakselusutbrudd eller utbrudd av annen sykdom i områdene. Særlig sammenlignet med deres viktigste konkurrenter som Marine Harvest og Grieg som også har produksjonsanlegg i utlandet, og dermed er mindre sårbare. På den annen side har vi sett at en nordlig lokasjon kan være fordelaktig. En annen svakhet kan være at SalMar ikke skiller seg merkverdig fra sine konkurrenter. Til tross for at vi kunne peke på ulikheter mellom SalMar og ”gjennomsnittsbedriften” i avsnitt 2.4.5, har vi sett i

ressursanalysen at disse forskjellene ikke er vesentlige og trolig ikke vil medbringe fortrinn i fremtiden. I perioden bransjen nå er inne i med høy lønnsomhet vil dette ha mindre å si, men for å vinne andeler på sikt, kan det være viktig å posisjonere seg ved å inneha strategiske ressurser. Et annet moment er at dersom flere aktører i bransjen starter fôrproduksjon eller kjøper opp fôrprodusenter, vil det kunne være en svakhet for SalMar dersom de blir eneste aktør uten egen fôrproduksjon i sin verdikjede.

Av muligheter i bransjen generelt ser vi stor satsning på teknologi og bærekraftig utvikling. Dette kan ses i lys av dagens lave rentenivå som gjør det relativt billig å investere i nye prosjekter. I tillegg er det politisk vilje til å satse på næringen. Dette er viktige muligheter som kan være med på å redusere lakselus- og rømmingsproblematikken som vi anser som to av de største truslene mot næringen i dag. Konesjonssystemet setter begrensninger for vekstmuligheter i bransjen. På den annen side virker dette nødvendig for å opprettholde en bærekraftig næring. I tillegg vil vi trekke frem trussel fra utenlandske aktører. Norsk laks er dominerende på markedet, men det er ingen garanti for at dette vil vedvare i fremtiden.



Figur 4-2: Oppsummering av strategisk analyse i SWOT-rammeverket.

---

## 5. Regnskapsanalyse

I andre del av utredningen gjennomføres en *kvantitativ* regnskapsanalyse av SalMar og deres komparative virksomheter. Formålet er å kartlegge underliggende økonomiske forhold i finansregnskapene for å få innsikt i virksomhetenes historiske og nåværende posisjon, samt deres fremtidsutsikter (Palepu et al., 2013). Innsikt opparbeidet gjennom regnskapsanalysen vil sammen med strategisk analyse fra kapittel 4 legge grunnlaget for utarbeidelse av fremtidsregnskap.

### 5.1 Rammeverk og praktiske valg

Som presisert i kapittel 3 vil det i regnskapsanalysen tas utgangspunkt i Knivsflå (2016b) sitt rammeverk. Lignende rammeverk finnes også i litteratur av Palepu et al. (2013). Vi mener rammeverket er hensiktsmessig for å gi en oversiktlig fremstilling. Først gjøres en gjennomgang av de ulike stegene i rammeverket. Deretter drøftes noen praktiske valg som må gjøres før regnskapsanalysen kan starte.

#### 5.1.1 Rammeverk for regnskapsanalyse

De ulike stegene i rammeverket er:

- Steg 1: Trailing
- Steg 2: Omgruppering
- Steg 3: Analyse og justering av målefeil
- Steg 4: Forholdstallsanalyse av risiko og rentabilitet

##### **Steg 1: Trailing**

Det første steget i rammeverket innebærer å utarbeide en *trailing* av årsregnskapet i inneværende regnskapsår. Trailing vil si å finne beste estimat for finansregnskapet for inneværende år basert på fjorårets regnskapstall og tilgjengelige rapporter for inneværende år (Knivsflå, 2016c). Vår analyse gjennomføres i andre halvdel av 2016 og siste tilgjengelig årsrapport er for 2015. Denne er således “gammel informasjon” og trailing vil dermed være relevant for denne utredningen. Siden både SalMar og det komparative utvalget er notert på Oslo Børs, er de pålagt å rapportere konsernregnskapet etter IFRS (Kvifte et al., 2011). Dette innebærer også plikt til å rapportere kvartalsrapporter, og tall fra første halvår for 2016 kan dermed benyttes i utarbeidelsen av trailing. Tredje kvartalsrapport publiseres medio november, hvilket er vurdert å være noe sent for at det kan tas hensyn til i verdsettelsen.

## **Steg 2: Omgruppering**

Det andre steget innebærer en omgruppering av rapporterte regnskapstall. Årsrapportene presenterer en *kreditororientert* oppstillingsplan, mens for verdsettelsesformål er en *investororientert* oppstillingsplan mer relevant (Penman, 2013). Målgruppen for vår analyse er egenkapitalinvestorer, og følgelig vil omgrupperingen føre til et verdibasert estimat som er mer relevant både for dagens og fremtidige investorer. Videre er omgruppering aktuelt for både resultatregnskapet, balansen og endringer i egenkapitalen. I tillegg gjøres et tydeligere skille mellom driftsrelaterte og finansielle poster, samt normale og unormale poster.

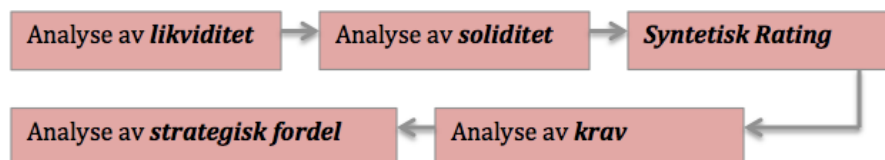
## **Steg 3: Analyse og justering av målefeil**

Det tredje steget går ut på å analysere og justere for målefeil i det omgruppert finansregnskapet. Konsernregnskapet til SalMar er underlagt IFRS, men likevel kan denne rapporteringen være uklar, upresis eller imperfekt. Derfor vil resultatene i finansregnskapet inneholde rapporterte tall *pluss eventuelle målefeil*. Formålet med analyse og justering av målefeil er følgelig å justere det omgrupperte finansregnskapet slik at det gir bedre innsikt i de underliggende økonomiske forholdene (Palepu et al., 2013). Relevante målefeil som vil bli vurdert justert for er feilmålinger og kreativ regnskapsføring som ikke tillates av IFRS. Det verdt å merke seg at justeringer kan tilføye mer støy til tallene, siden eksterne aktører ikke har like god informasjon som de som har utarbeidet finansregnskapet.

## **Steg 4: Forholdstallsanalyse av risiko og rentabilitet**

I det fjerde steget vil det på grunnlag av omgruppert og justert finansregnskap bli gjennomført en forholdstallsanalyse. Relativt forhold mellom to regnskapstall gir ofte god innsikt i underliggende risiko og rentabilitet (Penman, 2013). Derfor deles analysen av forholdstall inn i en analyse av risiko og en analyse av lønnsomhet. Risikoanalysen skiller videre mellom analyse av likviditet og soliditet, der forskjellen mellom analysene dreier seg om tidshorizonten man analyserer ut fra. Likviditetsanalysen fokuserer på kortsiktig kredittrisiko, mens soliditetsanalysen fokuserer på langsiktig kredittrisiko (Penman, 2013). Til slutt oppsummeres risikoanalysen i en *syntetisk rating* der SalMar og komparative selskap gis en karakter med hensyn til underliggende selskapsspesifikk risiko. Rentabilitetsanalysen starter med å beregne et passende avkastningskrav for selskapet, før fokuset deretter rettes mot å måle selskapets rentabilitet opp mot ulike avkastningskrav.

Avviket mellom rentabilitet og krav utgjør en strategisk fordel, og en dekomponering av dette vil forklare underliggende kilder. Dekomponering kan dermed tallfeste den strategisk fordel og avdekke hvorvidt den er tilknyttet drift eller finans. Driftsfordelen dekomponeres i detalj, og det undersøkes om den er tilknyttet spesifikke ressurser hos SalMar eller om den er tilknyttet forhold som er felles for bransjen. Forholdstallsanalysen blir gjennomført og beskrevet i kapittel 6, 7 og 8. *Figur 5-1* oppsummerer forholdstallsanalysen i steg 4.



*Figur 5-1: De ulike analysene i Steg 4 – Forholdstallsanalyse. Fritt etter Knivsflå (2016c).*

### 5.1.2 Praktiske valg

Før regnskapsanalysen kan utføres er det tre praktiske valg som bør avklares. Dette gjelder valg av analysenivå, analyseperiode og komparative virksomheter.

#### *Valg av analysenivå*

Valg av analysenivå dreier seg om hvorvidt man skal analysere hele virksomheten samlet eller dele inn i ulike forretningsområder. Ved valg av samlet analysenivå kreves en vurdering om analysen skal basere seg på konsernregnskapet eller selskapsregnskapet til morselskap (Kaldestad & Møller, 2016). Ifølge Kaldestad og Møller (2016) bør virksomheter som er driftsmessig tett integrert innenfor et virksomhetsområde analyseres samlet, gjerne på basis av et konsernregnskap. Selv om noen aktører i bransjen også bedriver annen virksomhet enn lakseoppdrett, har alle selskapene oppdrett som sitt viktigste virksomhetsområde. Dette taler for at selskapene bør analyseres samlet med utgangspunkt i konsernregnskapet. For Marine Harvest sin del kan det faktum at selskapet har omfattende forretningsområder utover oppdrett, som fôrproduksjon og videreforedling, tale for en splittet analyse. Svært begrenset tilgjengelig økonomisk informasjon om det enkelte forretningsområdet gjør imidlertid en oppsplitting vanskelig. Dette taler for et samlet analysenivå. Ved valg av komparative virksomheter vil imidlertid forskjeller i selskapenes forretningsområder tas hensyn til.

Videre har flere av oppdrettsselskapene virksomhet utenfor Norge, hvilket innebærer at det benyttes flere ulike valutaer. I teorien skulle dette tilsi bruk av et enkelt avkastningskrav for hver valuta. Med bakgrunn i at selskapenes vesentlige aktiviteter foregår i Norge, gjør imidlertid at vi i det videre konsentrerer oss om ett enkelt avkastningskrav. Kaldestad og Møller (2016) argumenterer med at en slik løsning kan aksepteres så lenge betydelig aktivitet i utenlandsk valuta ikke overses. I den påfølgende regnskapsanalysen tas det derfor utgangspunkt i et *samlet analysenivået* basert på konsernregnskapet.

### ***Valg av analyseperiode***

Valg av analyseperiode handler om omfanget av tidsperioden bakover i tid som skal analyseres. Dette valget avhenger av om selskapet har vært stabilt eller om det har endret karakter over tid (Kaldestad & Møller, 2016). Hvis selskapet har vært stabilt over tid, bør vi velge en lang tidshorisont, for eksempel 10 år. Slik vil vi få en lengre tidsserie av forholdstall. Dersom selskapet har vært ustabil over tid, for eksempel på grunn av oppkjøp av andre forretningsområder, kan det være mer hensiktsmessig å velge en kort tidsperiode, for eksempel 4 år.

Som presentert i kapittel 2 har oppdrettsnæringen vært preget av en rekke vertikale og horisontale integrasjoner siden 90-tallet. Økt grad av konsolidering skulle tilsi kortere analyseperiode siden driftshistorikken har endret seg og eldre regnskapstall således blir mindre representative for dagens virksomhet. Et annet kjennetegn ved bransjen er raske konjunktursvingninger der lønnsomheten er sterkt korrelert med lakseprisen. I følge Kaldestad og Møller (2016) bør virksomheter i sykliske bransjer ha en tilstrekkelig lang analyseperiode slik at både en oppgangs- og en nedgangskonjunktur blir inkludert. For kort analyseperiode som kun inneholder én oppgangskonjunktur eller én nedgangskonjunktur vil kunne medføre en overvurdering eller undervurdering av fremtidsutsiktene. Følgelig synes en mellomlang analyseperiode å være fornuftig. Vi har derfor valgt en analyseperiode på 7 år, fra 2010 til 2016T. Ved å velge denne analyseperioden inkluderer vi utfordrende år som 2011 og veldig gode år som 2015 og 2016, der lakseprisen har vært rekordhøy. Samme analyseperiode er for øvrig valgt for komparative bransjeselskap. Imidlertid vil år 2010 bli benyttet som inngående balanse for 2011, slik at år 2010 etter hvert vil "falle bort" fra analyseperioden.



---

### **Valg av komparative virksomheter**

For å bedre kunne tolke SalMars regnskapsanalyse, behøves en sammenlignbar målestokk (Palepu et al., 2013). Målestokken er basert på et bransjegjennomsnitt av et utvalg komparative virksomheter fra oppdrettsbransjen. Både komparative virksomheter og SalMar er inkludert i bransjegjennomsnittet. Som diskutert i kapittel 2 om konkurrenter argumentert vi for at selskapene Marine Harvest, Lerøy Seafood Group, Grieg Seafood og Norway Royal Salmon sammen med SalMar utgjør oppdrettsbransjen. Det er disse selskapene vi også velger å inkluderer i bransjegjennomsnittet. Siden Marine Harvest i tillegg til oppdrett har betydelig virksomhet innen fôrproduksjon, kan det imidlertid anføres at de burde vært utelatt fra sammenligningsgrunnlaget. På den annen side er selskapet det største oppdrettsselskapet i Norge og har hovedvirksomhet innen oppdrett, noe som likevel taler for å inkludere de. Bransjegjennomsnittet består derfor av selskaper som i hovedsak driver innen samme forretningsområde som SalMar.

## **5.2 Presentasjon av rapporterte tall**

I det følgende presenteres resultatregnskap, balanse og endring i egenkapitalen for SalMar for perioden 2010 til 2016T. Presentasjonen følger IFRS og er i stor grad kreditororientert. For årene 2010 til 2015 tar den presenterte regnskapsinformasjonen utgangspunkt i selskapets årsrapport, mens 2016T er vår trailing av regnskapsåret 2016, der *T* står for *Trailing*. Trailingen er basert på tallmaterialet fra andrekvartalsrapport for 2016, og utførelsen blir beskrevet i neste delkapittel. Ettersom SalMar er notert på Oslo Børs, er selskapets rapporterte regnskapstall underlagt IFRS (Kvifte et al., 2011). Imidlertid er det i presentasjon av tallmaterialet gjennomført enkelte justeringer for å forberede tallmaterialet til en omgruppering for en investororientert analyse. Dette innebærer et klarere skille mellom normale og unormale regnskapsposter, samt driftsrelaterte og finansielle regnskapsposter. SalMars resultat- og balanseoppstilling, og oversikt over endring i egenkapital, er presentert i henholdsvis *Tabell 5-1*, *Tabell 5-2* og *Tabell 5-3*, påfølgende side. Verdt å merke seg er at tallene i tabellene er presentert i 1000 NOK.

<b>Alle tall i 1000 NOK</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016T</b>
Driftsinntekter	3 429 714	3 833 052	4 203 063	6 248 315	7 186 515	7 327 095	9 209 568
- Varekostnader	1 611 683	1 977 268	2 324 759	3 051 195	3 175 292	3 562 811	3 879 137
- Lønnskostnader	313 290	391 745	483 215	623 053	710 430	765 881	842 927
- Andre driftskostnader	402 453	705 891	885 983	1 086 299	1 142 953	1 272 186	1 428 115
= EBITDA	1 102 288	758 148	509 106	1 487 768	2 157 840	1 726 217	3 059 389
- Avskrivninger	93 962	132 000	169 621	220 820	275 765	307 280	352 863
= Driftsresultat før unormale kostnader	1 008 326	626 148	339 485	1 266 948	1 882 075	1 418 937	2 706 526
+ Verdijustering av biologiske eiendeler	181 024	-334 948	268 749	529 434	-38 963	147 262	66 300
+ Andre driftsrelaterte verdijusteringer	0	-33 148	21 668	-1 257	-193 386	-107 331	-122 100
- Driftsrelaterte nedskrivninger	1 668	543	547	5 000	2 399	14 169	0
+ Gevinst/tap ved salg av driftsrelaterte eiendeler	-282	450	1 728	-2 455	-628	-893	0
- Merverdier varelager	33 587	20 259	0	0	0	0	0
+ Engangsgevinster tilknyttet oppkjøp	0	0	62 390	161 755	0	0	0
+ Særskilte biologiske hendelse	0	-60 070	-54 614	0	0	0	0
= Driftsresultat (EBIT)	1 153 813	177 630	638 859	1 949 425	1 646 699	1 443 806	2 650 726
+ Nettoresultat fra tilknyttede selskap (normalt)	147 365	97 999	93 909	157 980	96 136	40 242	168 285
+ Finansinntekt (normal)	5 639	5 276	2 956	9 958	9 057	3 477	3 481
- Finanskostnad (normal)	49 597	98 791	150 224	168 053	124 193	98 780	98 881
+ Unormalt finansresultat	3 565	-21 636	23 004	372 761	1 142	-5 059	20 500
= Resultat før skatt, diskontinuerlig virksomhet og minoritet	1 260 785	160 478	608 504	2 322 071	1 628 841	1 383 686	2 744 110
- Skattekostnad (normal)	302 667	13 106	127 062	418 695	413 364	254 891	602 194
= Resultat før diskontinuerlig virksomhet og minoritet	958 118	147 372	481 442	1 903 376	1 215 477	1 128 795	2 141 916
- Netto minoritetsresultat (normalt)	11 300	2 517	14 072	113 335	22 977	25 506	25 183
= Årsresultat til majoritet (ÅRES)	946 818	144 855	467 370	1 790 041	1 192 500	1 103 289	2 116 733
+ Andre resultatetelemerter	-33 872	-1 121	-42 763	74 645	62 063	63 180	-68 800
= Totalresultat til majoritet	912 946	143 734	424 607	1 864 686	1 254 563	1 166 469	2 047 933

Tabell 5-1: Presentert Resultatoppstilling for SalMar, 2010-2016T.

<b>Alle tall i 1000 NOK</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016T</b>
<b>EIENDELER</b>							
Immatrielle eiendeler	1 687 928	1 917 100	2 135 500	2 464 058	2 898 643	2 913 542	2 913 000
Varige driftsmidler	872 035	1 126 445	1 268 803	1 859 324	2 017 575	2 411 959	2 866 500
Tilknyttede selskap	866 809	918 868	948 575	402 338	523 711	627 681	599 900
Pensjonsmidler	3 901	2 023	2 492	802	1 592	1 397	39 482
Langsiktige finansielle investeringer	1 426	762	15 760	384	519	289	61 906
Andre finansielle fordringer	12 276	4 609	4 029	5 225	13 403	6 839	150 013
Sum Anleggsmidler	3 444 375	3 969 807	4 375 159	4 732 131	5 455 443	5 961 707	6 630 800
Biologiske varer	1 580 934	1 420 788	1 986 213	3 077 150	3 114 684	3 306 052	3 436 000
Andre varebeholdninger	128 973	227 935	303 682	171 539	206 454	328 216	201 800
Kundefordringer og andre fordringer	545 973	650 273	906 445	879 733	1 180 863	1 073 828	1 102 600
Kontanter, bank og lignende	107 062	47 622	55 336	1 070 998	166 963	273 696	198 800
Sum Omløpsmidler	2 362 942	2 346 618	3 251 676	5 199 420	4 668 964	4 981 792	4 939 200
SUM EIENDELER	5 807 317	6 316 425	7 626 835	9 931 551	10 124 407	10 943 499	11 570 000
<b>EGENKAPITAL OG GJELD</b>							
Egenkapital majoritet	2 351 355	2 092 383	2 831 413	4 722 975	5 076 655	5 147 356	4 971 200
Minoritetsinteresser	118 012	122 227	136 300	337 809	60 622	79 683	76 300
Sum Egenkapital konsern	2 469 367	2 214 610	2 967 713	5 060 784	5 137 277	5 227 039	5 047 500
Pensjonsforpliktelse	1 714	1 213	528	0	0	0	677
Utsatt skatt	761 633	738 475	872 398	1 199 557	1 262 594	1 230 815	1 188 623
Gjeld til kredittinstitusjoner	1 760 567	2 028 537	2 098 240	1 974 521	1 780 174	2 371 338	2 183 218
Leasinggjeld og annen langsiktig gjeld	108 607	173 460	125 188	471 716	411 388	390 034	305 382
Sum Langsiktig gjeld	2 632 521	2 941 685	3 096 354	3 645 794	3 454 156	3 992 187	3 677 900
Gjeld til kredittinstitusjoner	51 431	501 754	596 288	397 186	276 667	140 421	320 600
Leverandørgjeld	351 042	412 802	762 765	515 856	409 485	649 274	1 316 252
Betalbar skatt	148 088	66 399	7 008	25 843	321 839	292 320	365 645
Skyldige offentlige avgifter	48 023	52 980	43 192	93 532	143 757	153 262	226 962
Annen kortsiktig gjeld	106 845	126 195	153 515	192 556	381 226	488 996	615 140
Sum Kortsiktig gjeld	705 429	1 160 130	1 562 768	1 224 973	1 532 974	1 724 273	2 844 600
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	5 807 317	6 316 425	7 626 835	9 931 551	10 124 407	10 943 499	11 570 000

Tabell 5-2: Presentert Balanseoppstilling for SalMar, 2010-2016T.

<i>Alle tall i 1000 NOK</i>	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T
Egenkapital 01.01	1 698 892	2 351 355	2 092 383	2 831 413	4 722 975	5 076 655	5 147 356
+ Totalresultat til majoritet	912 946	143 734	424 607	1 864 686	1 254 563	1 166 469	2 047 933
- Betalt utbytte	223 520	409 740	2 940	0	896 000	1 120 000	1 121 200
+ Netto kapitalinnskudd	-36 954	7 045	316 600	26 544	-4 380	24 331	14 600
+ Dirty Surplus	-8	-11	763	332	-503	-99	-1 117 489
= Egenkapital 31.12T (per 30.06.2016)	2 351 355	2 092 383	2 831 413	4 722 975	5 076 655	5 147 356	4 971 200
Endring i egenkapital	652 463	-258 972	739 030	1 891 562	353 680	70 701	-176 156

Tabell 5-3: Presentert Endring i egenkapital for SalMar, 2010-2016T.

## 5.2.1 Trailing

Det er hensiktsmessig i verdsettelsen av SalMar å utarbeide trailing av årsregnskapet for 2016, siden siste tilgjengelige årsrapport er for 2015 og er dermed ”gammel informasjon”. Trailingen baserer seg på tall fra første og andre kvartalsrapport 2016, samt med støtte fra regnskapstall hentet fra 2015. Trailing av balansen er imidlertid basert på tallene i balansen oppgitt i andre kvartal 2016, siden dette er beste estimat på balansen ved årets slutt. På tilsvarende måte er det gjennomført trailing også for bransjen.

### *Trailing av resultatregnskapet*

I utarbeidelsen av trailing av resultatregnskapet skiller det mellom normale og unormale poster (Damodaran, 2012). Normale poster er regnskapsposter som forventes å komme tilbake periode etter periode, og postene følger ofte et trendmønster over tid. Det innebærer at vi kan benytte tredje og fjerde kvartal 2015 som beste estimat for tilsvarende periode i 2016. Eksempler på normale poster er driftsinntekt, varekostnad, lønnskostnad og avskrivninger. Følgelig lager vi et estimat på årets resultatregnskap basert på første og andre kvartal 2016, og tredje og fjerde kvartal 2015. I tillegg vil vi vekstjustere kvartalstallene for tredje og fjerde kvartal 2015, basert på vekstforskjellen mellom første og andre kvartal i 2016 og 2015. Rimeligheten i estimatene bør imidlertid alltid kontrolleres. Derfor bør tilfeller med ekstrem vekst overstyres, siden vekst er forventet å være tilbakevendende til gjennomsnittet, såkalt ”mean reversion” (Penman, 2013). Det er benyttet følgende formel fra Knivsflås (2016c) rammeverk ved trailing av normale poster:

$$\text{Trailing} = Q_{1t} + Q_{2t} + (1 + g) * Q_{3(t-1)} + (1 + g) * Q_{4(t-1)}$$

$$Q = \text{kvartal} \quad g = \text{vekstrate} \quad t = \text{år}$$

For SalMar virker de fleste estimatene på de normale postene gjennomført med overnevnte metode å gi fornuftige estimat. Unntak er gjort for den normale posten *Nettoresultat fra tilknyttede selskap*, som ikke er vekstjustert. Dette skyldes at resultat fra tilknyttede selskap har mer enn firedoblet seg fra første halvår 2015 til første halvår 2016. I samme tidsrom har resultatet for SalMar doblet seg. Det faktum at vi forutsetter at tilknyttede selskap driver innen sammen virksomhet som SalMar gjør at en firedobling i de tilknyttede selskapene kan virke noe høyt. På den annen siden synes resultatet for første halvår 2015 å være en dårlig periode for alle selskapene i vårt bransjeutvalg, mens de nettopp har lagt bak seg et av de beste halvårsresultatene gjennom tidene. Det gjør det dermed rimelig å anta at også de tilknyttede selskapene oppnår sitt beste resultat i samme periode. Trailing av *Nettoresultat fra tilknyttede selskap* for 2016 er likevel justert noe ned.

Unormale regnskapsposter er poster som ikke forventes å oppstå igjen, og forventes følgelig ikke å ha et jevnt trendmønster. Eksempler på unormale poster er nedskrivninger, verdijusteringer på biologiske eiendeler og gevinst/tap ved salg av eiendeler. Metoden benyttet på normale poster vil derfor være lite hensiktsmessig her. Det beste estimatet på unormale poster er således kvartalstallene for inneværende år.

Trailing av finansposter er mer utfordrende og behandles på en annen måte (Knivsflå, 2016c). Ordinære finansposter estimeres ved å fremskrive en rente fra fjoråret til trailingåret basert på historisk informasjon, og multiplisere denne med en passende kapital. For eksempel estimeres finansinntektene for 2016 med utgangspunkt i finansinntektene for første og andre kvartal 2016, dividert på inngående finansielle eiendeler for 2016. Dette utgjør den fremskrevne renten beskrevet over, men siden det kun er informasjon om finansinntekter for første halvår 2016 må vi multiplisere med 2 for at det skal være representativt for hele året. Renten multipliseres tilslutt med kapitalgrunnlaget som her er inngående finansielle eiendeler for 2016. Trailing av finanskostnad utføres på tilsvarende måte med utgangspunkt i finanskostnaden fra første halvår og inngående finansiell gjeld 2016 som kapitalgrunnlag.

## Skatt

For å estimere skattekostnaden tar vi utgangspunkt i følgende formel fra Knivsflås (2016c) rammeverk:

$$\text{Skattekostnad} = dss * DR + f_{iss} * (FI + UFR) - f_{kss} * FK$$

$$dss = \text{driftsskattesats} = \frac{(SK - f_{iss} * (FI + UFR) + f_{kss} * FK)}{DR}$$

*DR* = driftsresultat,

*SK* = Skattekostnad

*f<sub>iss</sub>* = finansinntektsskattesats

*FI* = finansinntekt

*f<sub>kss</sub>* = finanskostnadsskattesats

*FK* = finanskostnad

*UFR* = Unormalt finansresultat

---

Skatt på driftsresultatet estimeres med utgangspunkt i driftsskattesatsen. Driftsskattesatsen beregnes som normal skattekostnad fratrukket skatt på finansresultatet dividert på driftsresultat. For trailingåret finner vi driftsskattesatsen basert på vekting av driftsskattesatsen for 2015, og driftsskattesatsen for første halvår av 2016. I beregningen av skattekostnaden for 2016 vektet driftsskattesatsen for 2016 med 75%, og satsen for 2015 med 25%, da nyere informasjon synes å være mest relevant.

Skattesatsen på finansinntekter, unormalt finansresultat og finanskostnaden tar utgangspunkt i selskapsskattesatsen. Selskapsskattesatsen blir årlig gitt av regjeringen og den har stadig vært i endring de siste årene. Per 2016 er selskapsskattesatsen på 25%, mens den for 2015 var 27% (Finansdepartementet, 2016).

Skattesatsen på unormalt finansresultat har vi valgt å sette noe lavere enn selskapsskattesatsen. Dette kommer av at ikke all finansinntekt er skattepliktig etter fritaksmetoden, der utbytte og aksjegevinst er fritatt beskatning (Skatteloven, 1999, §2-38). Således reduseres den effektive skattesatsen på finansinntekt. Hvor stor andel av det unormale finansresultatet som er skattefritt er vanskelig å avgjøre ettersom notene i årsrapportene ikke gir tilstrekkelig informasjon. Som en tommelfingerregel har vi antatt at 1/3 av finansresultatet er skattefritt, og således benyttet 2/3 av selskapsskattesatsen som grunnlag for skatt på unormalt finansresultat. Dette er en tommelfingerregel benyttet av Knivsflå (2016d). Skattesatsen på finansinntekter og finanskostnader har vi valgt å sette lik selskapsskattesatsen. Dette fordi begge poster består kun av rentekostnader og renteinntekter, som det henholdsvis gis fradrag for eller skattlegges med selskapsskattesatsen.

### ***Trailing av balansen***

Som nevnt innledningsvis vil balansen for første halvår være grunnlaget for trailing av balansen for 2016, da dette er beste estimat. Siden kvartalsrapportene er mindre detaljrike enn årsrapportene har vi sett det formålstjenlig å splitte opp sammenslåtte poster. Oppsplittingen har i hovedsak basert seg på historiske vekter, og gjelder samleposter under eiendeler og gjeld. En ulempe med å splitte opp postene basert på historiske vekter er at trendutvikling kan forsvinne for 2016. Vi mener imidlertid at dette er av liten betydning på grunn av valg av en relativ lang analyseperiode. Det støttes også av at de største postene er spesifisert i kvartalsrapporten, og at flere poster slås sammen når vi i neste kapittel skal omgruppere.

## 5.3 Omgruppering for investororientert analyse

Resultat- og balanseoppstillingen presentert i årsrapportene følger IFRS og er i stor grad kreditororientert. En omgruppering kan gi investorene innblikk i hvilke verdiskaping som kommer fra driften og hvilke verdiskapingen som kommer fra finansieringen (Penman, 2013). I denne utredningen er hensikten med omgruppering å forberede regnskapet til videre analyse.

### 5.3.1 Omgruppering av resultatregnskapet

Målet med omgrupperingen av resultatregnskapet er å finne normalt og unormalt nettoresultat til eiere, kreditorer og skattemyndigheter. Omgrupperingen starter med å identifisere fullstendig nettoresultat, før de unormale postene trekkes ut for å gjøre resultatregnskapet mer fremtidsrettet. Det omgrupperte resultatregnskapet for SalMar vil bli presentert ved slutten av kapittel 5, etter at det i tillegg er gjort en drøfting og justering av målefeil.

Det fullstendige nettoresultatet til egenkapitalen består av *Årsresultat til majoritet, Annet fullstendig resultat (AFR) og Dirty Surplus*. Dirty surplus er en samlepost i forklaringen av endring i egenkapital. Dette er føringer direkte mot egenkapitalen som anses som brudd på kongruensprinsippet (Penman, 2013). Ettersom IFRS opererer med AFR skal dirty surplus i teorien være lik null. Vi ser likevel at flere selskaper fører poster med resultateffekt direkte mot egenkapitalen, som medfører at dirty surplus avviker fra null. Dirty surplus inneholder derfor enkelt poster som selskapet har ført direkte mot egenkapitalen, men som vi mener burde vært resultat- eller inntektsført. Dette er blant annet emisjonskostnader og andre egenkapitaltransaksjoner. I tillegg er avrundinger og andre justeringer ført som dirty surplus.

#### *Normalisering av fullstendig resultat*

I den omgrupperte resultatoppstillingen skilles det mellom normale og unormale poster. En normal post er en post som er relevant for fremtiden, og dermed for investororientert regnskapsanalyse. Det forventes således at de normale postene følger et trendmønster og kommer tilbake år etter år. En unormal post er på den annen side en post som ikke forventes å komme tilbake og er dermed ikke relevant for fremtiden. Det kan også være poster som har store svingninger eller avvik, og dermed er vanskelige å predikere (Damodaran, 2012). Likevel er det ingen fasit på hvilke poster som skal under hvilken kategori, ettersom det også er viktig å ta selskapets karakter i betraktning. Derfor kan noen poster også være en blanding

---

mellom en normal og en unormal post. En indikasjon på at en post er normal eller unormal finnes i notene. Selskapene kan imidlertid ha incentiv til i større grad å klassifisere kostnader som unormale og inntekter som normale, noe vi har forsøkt å ta hensyn til. I den følgende vil hver av postene i det presenterte resultatregnskapet klassifiseres.

Postene *Driftsinntekter*, *Varekostnader*, *Lønnskostnader* og *Avskrivninger* er normale poster som forventes hvert år. *Andre driftskostnader* inneholder i følge notene vanlige driftskostnader som forventes hvert år, som vedlikehold og direkte innsatsfaktorer. Posten anses derfor som normal. *Verdijustering av biomasse* er en post som kommer hvert år i valgt tidsperiode for SalMar. Med biomasse menes selve oppdrettslaksen. Den er således en post som forventes å være relevant for fremtiden. På den annen side skal biomasse i følge IAS 41 verdsettes til virkelig verdi og dermed er dette en post som trolig vil svinge fra år til år (IFRS, 2013). Ut i fra regnskapstallene er dette også tilfellet. Årsaken kan for eksempel være nedslakting på grunn av lakselus. Dette er følgelig en post det er vanskelig å predikere for fremtiden, og grunnet stor usikkerhet tilknyttet posten vil vi anse den som unormal. Dette gjelder også for *Andre driftsrelaterte verdijusteringer*, som vi også klassifiserer som unormal.

Posten *Driftsrelaterte nedskrivninger* gjelder nedskrivninger av eiendeler. Posten er i likhet med *Verdijustering av biomasse* gjentakende for alle år i perioden og dermed forventes det at den vil komme tilbake også i fremtidige år. På grunn av svingninger vil vi likevel klassifisere den som unormal grunnet vanskeligheten av å predikere fremtidig verdi. Postene *Gevinst/tap ved salg av driftsrelaterte eiendeler*, *Merverdier varelager*, *Engangsgevinster tilknyttet oppkjøp* og *Særskilte biologiske hendelser* er alle svært uregelmessig og har varierende verdi. På grunn av dette finner vi det mest hensiktsmessig å klassifisere dem som unormale.

Av finanspostene inneholder *Finansinntekter* og *Finanskostnader* utelukkende henholdsvis renteinntekter og rentekostnader. Disse inntektene og kostnadene kommer hvert år og er relevante for fremtidig prediksjon, og vil derfor være normale poster. Posten *Unormalt finansresultat* er en samlepost for alle andre finansinntekter og –kostnader over perioden. Vi ser av årsrapportene at den har variert mye, noe som gjør den vanskelig å predikere for fremtiden. Den klassifiseres følgelig som en unormal post.

Netto minoritetsresultat anses å være regelmessig, og følgelig virker hensiktsmessig å predikere for fremtiden. Posten er derfor klassifisert som normal. Posten *Andre resultatelementer* er en samlepost som i stor grad varierer hva gjelder innhold og verdi, og kan inkludere for eksempel omregningsdifferanser. Posten kan være vanskelig å predikere for fremtiden, og den anses derfor å være unormal.

Ved å studere årsrapporten til SalMar finner vi ikke noe skille mellom normal og unormal skattekostnad. Notene skiller imidlertid mellom betalbar skatt og utsatt skatt, noe vi antar er normale poster. Følgelig anser vi hele skattekostnaden til SalMar som normal skatt. Med et høyere detaljnivå i årsrapporten kunne det muligens blitt avdekket at deler av skattekostnaden burde vært klassifisert som unormal.

Normaliseringen av det fullstendige resultatet er nå diskutert, og videre skal hver resultatpost for de ulike interessentene gjøres til ”nettoposter”. Dette fordi resultatene i den omgrupperte oppstillingen rapporteres etter skatt, siden resultatet *etter skatt* er interessant for investorene.

### ***Fordeling av skattekostnad***

Den rapporterte skattekostnaden kan fordeles til driftsresultat og finansresultat, både de unormale og normale resultatene. Ulike omgrupperte balanseposter skal ha sitt nettoresultat. Derfor vil ulike resultatposter ha sin skattesats. I det følgende forklares *selskapsskattesats*, *finansinntektsskattesats*, *finanskostnadsskattesats*, *driftsskattesats*, *normalisert driftsskattesats* og *skattesats for unormalt finans- og driftsresultat*.

På regjeringens hjemmesider finnes informasjon om selskapsskattesatsen (Finansdepartementet, 2016). Denne har vært i endring over analyseperiode. Fra 2010 til 2013 var den på 28%, 2014 og 2015 var den 27%, mens for 2016 er den på 25%. I analysene har vi valgt å benytte det enkelte års skattesats, og ikke et gjennomsnitt over perioden. Vi mener dette vil være mest hensiktsmessig da ulik selskapsskattesats mellom år er en forskjell som det er relevant å ta hensyn til, og vi ønsker derfor ikke å fjerne denne effekten. Selskapsskattesatsen er også utgangspunktet for finansinntektsskattesatsen. Enkelte finansinntekter er skattefrie og dermed vil ikke den effektive finansinntektsskattesatsen være lik selskapsskattesatsen (Skatteloven, 1999, §2-38). Ettersom finansinntektsposten kun består av renteinntekter, og disse i sin helhet er skattepliktige, velges en finansinntektsskattesats som er lik selskapsskattesatsen for det enkelte år. På den annen side



kan det unormale finansresultatet inneholde enkelte skattefrie finansinntekter. Et eksempel er utbetaling av forsikringssum. Notene er ikke tilstrekkelig detaljert til at det kan sies noe sikkert om sammensetningen av skattepliktige og skattefrie finansinntekter. Vi antar likevel at posten mest sannsynlig inneholder både skattefrie og skattepliktig finansinntekter, og en skattesats lik selskapsskattesatsen vil trolig være for høy. For enkelhets skyld settes finansinntektsskattesatsen som to tredeler av selskapsskattesatsen.

Finanskostnadene inneholder i sin helhet rentekostnader. Skatt på finanskostnad er en ”inntekt” for selskapet, ettersom rentekostnadene kommer til fradrag og reduserer skattekostnaden. Satsen som benyttes er derfor den samme som selskapsskattesatsen for de enkelte årene.

Det er til nå fordelt skatt til finanspostene. Den resterende andelen av den rapporterte skattekostnaden kan dermed fordeles til driften. Til disse beregningene benyttes *driftsskattesatsen* slik den er presentert i formelen under avsnitt 5.2.1. *Tabell 5-4* viser beregningene.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Median = ndss
dss	27,24 %	24,39 %	25,67 %	20,18 %	26,98 %	19,50 %	23,49 %	24,39 %

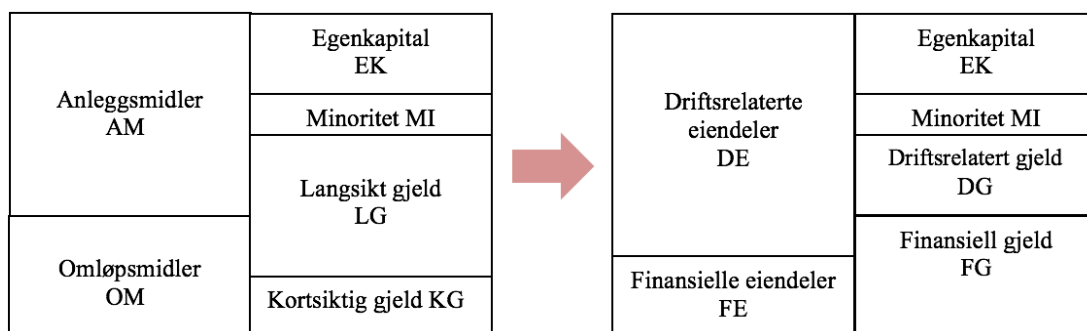
*Tabell 5-4: Beregning av driftsskattesatsen over analyseperioden.*

Beregningene viser forskjeller i satsen over analyseperioden, mellom 19,50% til 27,4%. For hvert år ligger den under selskapsskattesatsen som har ligget mellom 25% til 28%. I følge årsrapportene er den effektive skattesatsen lavere enn selskapsskattesatsen for hvert enkelt år. Dette skyldes blant annet permanente forskjeller og endringer i selskapsskattesatsen. Driftsskattesatsen vil derfor også kunne avvike mye fra selskapsskattesatsen. Driftsskattesatsen benyttes til å beregne skatt på *unormalt* driftsresultat. For beregninger av skatt på det *normale* driftsresultatet benyttes derimot *normalisert driftsskattesats*. Ved å beregne gjennomsnittet og medianen av driftsskattesatsene over analyseperioden, velges normalisert driftsskattesats på bakgrunn av den av de to beregningene som avviker minst fra selskapsskattesatsen. På samme måte som det er hensiktsmessig med normalisering av resultatregnskapet, vil det være tilsvarende for skattesatsen da enkelt hendelser ikke er relevant for fremskriving. Ved å benytte normalisert driftsskattesats på det normale driftsresultatet oppnår vi konsistens. For SalMar fant vi at medianen, beregnet til 24,39%, utgjorde det beste anslaget på normalisert driftsskattesats. Omgruppert resultat presenteres til i *Tabell 5-6*.

### 5.3.2 Omgruppering av balansen

IFRSs balanseoppstilling er kreditorvennlig og gir innsikt i kredittrisiko ved at eiendelene presenteres etter likviditet og gjelden etter forfallstidspunkt (Penman, 2013). Fra en investors ståsted er det mer interessant å vite hva som driver lønnsomhet og vekst i selskapet. I følge Penman (2013) er det driften som genererer verdier, og derfor er det hensiktsmessig å skille mellom driftsrelaterte og finansielle balanseposter. Vi gjennomfører derfor omgrupperingen av balansen i flere steg. Første steg er å skille mellom drift og finans, mens i steg 2 og 3 omgrupperer vi balansen til å fokusere på henholdsvis sysselsatt kapital og netto driftskapital. Formålet med omgruppering av balansen er å øke fokuset på SalMars verdiskapende aktiviteter. Den omgrupperte balansen presenteres, i likhet med resultatregnskaper, i slutten av kapittel 5, etter drøfting og justering av målefeil.

Penman (2013) forklarer forskjellene på drift og finans. Generelt er driftsrelaterte poster knyttet til operasjonell aktiviteter. Det vil si at de enten inngår i driftssyklusen, slik som omløpsmidlene, eller de inngår i infrastrukturen, slik som anleggsmidlene. Generelt er finansielle poster drifts*fremmede*. Det vil si at de ikke direkte er tilknyttet drift, men i stedet er tilknyttet finansieringen av driften eller håndtering av overskytende midler. Forenklet kan vi si at finansiell gjeld er tilnærmet lik *rentebærende* gjeld. Tilsvarende anses driftsrelatert gjeld å være ikke-rentebærende. I det følgende er det drøftet post for post, og argumentert for om det er mest hensiktsmessig å klassifisere de som drift eller finans. *Figur 5-2* viser første steg for omgrupperingen av balansen.



*Figur 5-2: Første steg for omgruppering av balanse (Kaldestad & Møller, 2016).*

---

### **Anleggsmidler**

Postene *Immaterielle eiendeler* og *Varige driftsmidler* klassifiseres som drift. Posten *Tilknyttede selskaper* er mulig å klassifisere som både drift og finans. Det avgjørende er hvorvidt de tilknyttede selskapene er driftsselskaper. I følge årsrapportene til SalMar kommer det frem at tilknyttede selskaper har variert over analyseperioden, men at det har bestått av selskaper som driver foredling eller oppdrett, slik som Norskott Havbruk AS som eies i fellesskap med Lerøy. Dette tilsier at posten klassifiseres som drift. *Pensjonsrelaterte poster* kan både klassifiseres som drift og finans. På den ene siden kan det argumenteres for at pensjonsmidler, som ofte er avsatt for å dekke pensjonskrav, er som et kapitalinnskudd fra arbeidstakerne, og således en finansiell post (Heskestad, 2014). På den annen side er pensjonsordningen nært knyttet til lønnskostnaden og dermed også driften, og det kan være like riktig å klassifisere den som drift. SalMar har selv klassifisert det som *finansielle anleggsmidler*. Vi velger imidlertid å klassifisere den som drift, da vi mener at tilknyttingen til lønnskostnaden har stor betydning.

*Langsiktige finansielle investeringer* består av investeringer i aksjer og andeler og er derfor klassifisert som finans. I posten *Andre langsiktige fordringer* inngår andre uspesifiserte fordringer og pensjonsmidler med forfall over ett år. Ettersom pensjonsmidlene er skilt ut og har forfall over ett år, mener vi det her er mer riktig at de klassifiseres som finansielle eiendeler, da det heller kan ligne på en kapitalplassering.

### **Omløpsmidler**

*Biologiske varer*, *Andre varebeholdninger* og *Kundefordringer* klassifiseres som drift. Posten *Andre driftsrelaterte fordringer* består i følge notene av forskuddsbetalte kostnader, til gode merverdiavgift og derivater. De to førstnevnte er driftsrelaterte poster. Derivater er ofte brukt til å sikre en operasjonell posisjon, men dette finansielle instrumentet kan også benyttes til spekulasjon. Detaljer om hva derivater er brukt til fremgår ikke av notene. Siden den er plassert i balansen som et driftsrelatert omløpsmiddel, velger vi å klassifisere den som driftsrelatert. *Kontanter*, *bank og lignende* har vi kategorisert som finans. Mest korrekt ville vært å fordele noe til drift, ettersom det er nødvendig med en viss andel likvide midler for å betale løpende driftsforpliktelse. Overskytende kunne blitt klassifisert som finans. Vi ser i tillegg av notene at det er avsatt øremerkede midler tilknyttet driften, men at dette utgjør en liten del av totalsummen. Derfor vil hele posten anses som en finanspost, også fordi det er

vanskelig å vurdere hvor stor andel av kontantbeholdningen som er rimelig å anse nødvendig for driften.

### Langsiktig gjeld

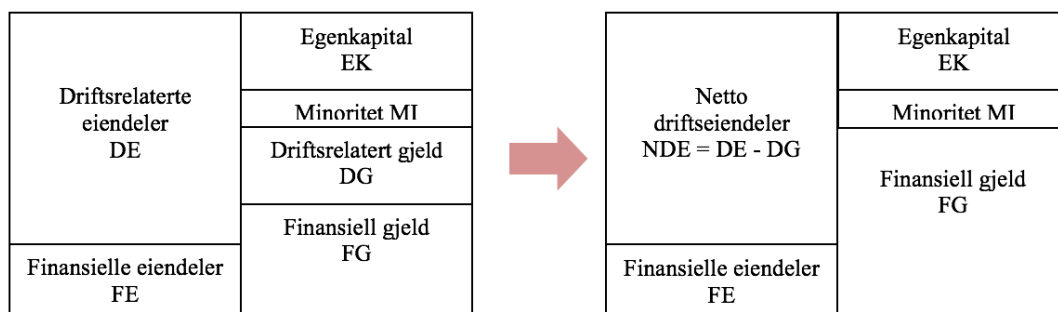
Av langsiktig gjeld har vi klassifisert *Pensjonsforpliktelser* og *Utsatt skatt* som drift. Pensjonsforpliktelser er argumentert for over. Som vi har sett kan skatt både knyttes til drift og finans. I notene er det derimot ikke tilstrekkelig informasjon til å skille ut finansrelatert skatt fra utsatt skatt. Derfor er posten i sin helhet klassifisert som drift. I notene finner vi at *Gjeld til kredittinstitusjoner* og *Leasinggjeld* og *Annen langsiktig gjeld* er rentebærende gjeld, og følgelig klassifiserer vi begge postene som finans.

### Kortsiktig gjeld

Posten *Gjeld til kredittinstitusjoner* er i likhet med tilsvarende post under langsiktig gjeld rentebærende, og følgelig en finanspost. *Betalbar skatt* vil omfavnes av samme argument som *Utsatt skatt*, og følgelig klassifiseres denne som en driftspost. *Leverandørgjeld* og *Skyldige offentlige avgifter* er tilknyttet driften og følgelig en driftspost. *Annen kortsiktig gjeld* består for det meste av påløpte feriepenge og en uspesifisert post kalt *Andre påløpte kostnader og avsetninger*. Dette antas å være driftsrelatert, og posten blir i sin helhet ansett som driftsrelatert.

### Sysselsatt kapital

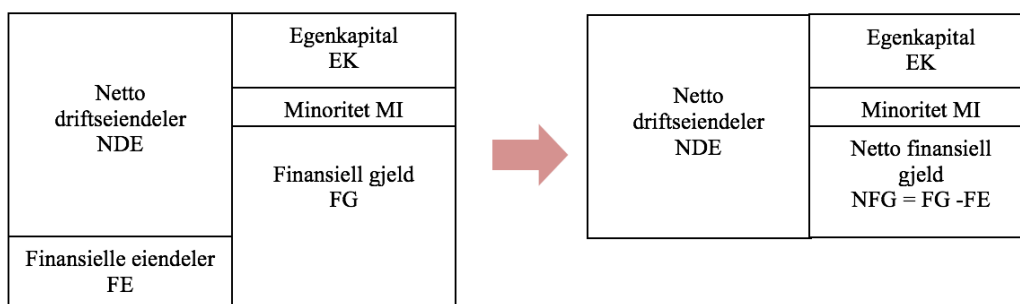
Alle driftsrelaterte balanseposter er samlet for å komme frem til *sysselsatt kapital*, som består av *netto driftseiendeler* og *finansielle eiendeler*. Passivasiden består av egenkapital, minoritetsinteresser og finansiell gjeld. Sysselsatt kapital kan også identifiseres ved å trekke fra den ikke-rentebærende gjelden fra totalkapitalen (Kaldestad & Møller, 2016). Den sysselsatte kapitalen består med andre ord av eiendeler som er ”sysselsatt” i driften. *Figur 5-3* viser omgrupperingen for sysselsatt kapital.



*Figur 5-3: Omgruppering av balanse for sysselsatt kapital (Kaldestad & Møller, 2016).*

## Netto driftskapital

I siste steg samles finansrelaterte poster på passivasiden i balansen. Det vil si at finansielle eiendeler trekkes fra finansiell gjeld, slik at netto finansiell gjeld står igjen. Det er naturlig å se disse postene i sammenheng ettersom finansielle eiendeler ofte består av likvide midler utover det som er nødvendig for driften, og som derfor raskt kan benyttes til å betale den finansielle gjelden (Knivsflå, 2016e). På aktivasiden står nå netto driftseiendeler som er lik netto driftskapital, og er den kapitalen som er investert i driftsmidler. *Figur 5-4* viser dette.



*Figur 5-4: Omgruppering av balanse for netto driftskapital (Kaldestad & Møller, 2016).*

Vi har nå kommet frem til to omgrupperte balanser: sysselsatt kapital og netto driftskapital. Før de kan benyttes videre for analyse vil det bli drøftet hvorvidt det eksisterer målefeil i det rapporterte tallgrunnet og i hvilken grad det er hensiktsmessig å gjøre en justering.

## 5.4 Justering av målefeil

Dersom en analytiker finner at de rapporterte regnskapstallene ikke reflekterer underliggende økonomiske forhold, vil det ifølge Palepu et al. (2013) være hensiktsmessig å foreta justeringer. I litteraturen er det delte meninger om hvorvidt dette er nødvendig eller ikke. Palepu et al. (2013) sitt argument for justering er at god regnskapsskikk nødvendigvis *ikke* er god nok. Dette kan gjelde for eksempel manglende balanseføring som vil kunne blåse opp rentabilitetstall. Penman (2013) synes på sin side å være en motstander av justering. Argumentet mot å justere er at god regnskapsskikk og gjeldende regelverk er *bra nok*, og en eventuell justering kan føre til ytterligere målefeil.

Knivsflå (2016f) skiller mellom tre typer målefeil. Den *første* typen skyldes at selskapet har en strategisk fordel. Dette oppstår som en følge av en avkastning utover kravet, og er følgelig en ønsket målefeil som ikke behøver justering. Den *andre* typen målefeil skyldes at regnskapsreglene ikke gir et tilstrekkelig bilde av de underliggende økonomiske forholdene.

Den tredje typen skyldes avvik fra regnskapsreglene, det vil si kreativ bokføring. Revisors beretning gir en pekepinn på at det ikke foreligger slike kreative avvik. På den annen side er det vanskelig for eksterne å vite grundigheten av revisjonen. Det skilles også mellom *tilpassing* og *manipulasjon* av regnskap, der sistnevnte er ulovlig. For å avdekke om slikt har foregått, må man ha innsikt i selve regnskapsføringen, noe som er utenfor vår rekkevidde. Grunnet mangel på dypere innsikt anses det ikke å foreligge kreativ bokføring, og følgelig ses det kun nærmere på målefeil av den *andre* typen. Det finnes en rekke justeringer som kan foretas (Young & O'Byrne, 2001). Derimot er det ikke vanlig å utføre mer enn et par justeringer, ettersom det er en mulighet for at det tilfører mer støy, slik Penman (2013) argumenterer for. I det følgende er det valgt å se nærmere på mulige justeringer som vil kunne være hensiktsmessig for SalMar.

### **Biologiske eiendeler**

IAS 41 Landbruk fra 2001 regulerer regnskapsføringen av biologiske eiendeler (Bernhoft & Fardal, 2007). Dagens regelverk innebærer at oppdrettslaks skal føres til virkelig verdi. Det vil si det beløpet eiendelen til en hver tid kan omsettes for i markedet. Dette avviker fra god norsk regnskapsskikk, der biologiske eiendeler føres til den laveste verdien av historisk kost og virkelig verdi (Regnskapsloven, 1999, §5-2). I motsetning til virkelig verdi er historisk kost en gjennomført transaksjon og en verdi som er verifiserbar. I tillegg kan den historiske lønnsomheten benyttes til å estimere lønnsomhet i fremtiden. Lakseprisene er svært volatile, hvilket vil si at virkelig verdi ikke gir et rettviseende bilde av hva salgsværdien er i fremtiden. Konsekvensene av justeringen er ikke at verdiendringen forsvinner, men først rapporteres i regnskapet ved realisering. Detaljer rundt de biologiske eiendelene er spesifisert i notene i SalMars årsrapporter. I *Tabell 5-5* følger beregning av justeringen og virkningen på den omgrupperte balansen og resultatregnskapet.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T
<b>Virkning på resultat</b>							
+ Netto verdijustering av biologiske eiendeler	-131 711	253 245	-199 758	-422 598	28 452	-118 547	-50 727
= Virkning på unormalt driftsresultat	-131 711	253 245	-199 758	-422 598	28 452	-118 547	-50 727
<b>Virkning på balansen</b>							
+ Netto verdijustering av biologiske eiendeler	-131 711	121 534	-78 224	-500 822	-472 371	-590 918	-641 644
= Virkning på netto driftseiendeler	-131 711	121 534	-78 224	-500 822	-472 371	-590 918	-641 644
= Virkning på egenkapitalen	-131 711	121 534	-78 224	-500 822	-472 371	-590 918	-641 644

*Tabell 5-5: Virkning av justering på resultat og balanse, SalMar, 2010-2016T.*

---

### *Manglende balanseføring*

Enkelte kostnader vil kunne ha en verdi også i fremtiden. Dette gjelder for eksempel FoU-kostnader og markedsføringskostnader. Derfor kan disse kostnadene anses som investert kapital som ikke er balanseført og følgelig kunne føre til målefeil. For at poster som FoU-kostnader og markedsføringskostnader skal kunne balanseføres er det et krav etter IFRS om at de må gi en fremtidig økonomisk fordel (Kvifte et al., 2011). Effekten på resultat vil kunne bli uendret dersom det antas null vekst, ettersom kostnaden kun flyttes fra *Andre driftskostnader* til *Avskrivninger*. Effekten på resultatet vil derfor avhenge av hvilke forutsetninger som knyttes til veksten (Palepu et al., 2013). Manglende balanseføring vil kunne blåse opp rentabiliteten ved at verdien av netto driftseiendeler blir for lav, gitt at resultatet er uendret.

I følge SalMar er en viss andel av FoU-kostnadene balanseført etter gjeldende regelverk. Selskapet presiserer eksplisitt at dette gjelder særlig utviklingsprosjektet for havmerder. I notene er det aktiverte beløpet tallfestet og det påpekes at avskrivningen ikke starter før prosjektet ferdigstilles. At avskrivningen ikke påbegynnes vil kunne blåse rentabiliteten opp i begynnelsen av prosjektets levetid. SalMar har vist et stort engasjement og investeringsvilje med hensyn på FoU. Dette indikerer at selskapet anser investeringene for å være lønnsomme og som vil kunne realiseres i fremtiden. Derfor kan det være grunn til å mene at ytterligere andeler av FoU-kostnadene burde balanseføres og avskrives. Det er likevel utfordrende for eksterne analytikere å utføre en meningsfull justering på grunnlag av manglende informasjon. Derfor er det ikke utført en ytterligere justering av FoU-kostnader.

Hele eller deler av markedsføringskostnaden kan være hensiktsmessig å aktivere, ettersom investering i merkevarebygging i dag kan gi en verdi i fremtiden. Den strategiske analysen i kapittel 2 indikerer at SalMar ikke legger vekt på merkevarebygging ut mot sluttforbruker, men derimot har et fokus på salg mot kunder innen videreforedling. I årsrapportene er det lite detaljer vedrørende salg- og markedsføringskostnader. Disse kostnadene antas å være inkludert i *Andre driftskostnader*. De antas videre å utgjøre et mindre beløp, og som dermed trolig ikke har særlig strategisk betydning. Dermed kan det hevdes at kostnadene ikke behøves å justeres, eventuelt at relevant andel allerede er aktivert.

## Utsatt skatt

I årsrapportene til SalMar finner vi at utsatt skatt balanseføres og beregnes ved bruk av nominell skattesats uten diskontering. Det tilsier at en justering av utsatt skatt til det beste estimatet på diskontert verdi (Knivsflå, 2016g). Siden nominell sats vil være høyere enn effektiv sats kan manglende diskontering bety undervurdering av selskapets balanseførte egenkapital. Utsatt skatt kan justeres ved å multiplisere utsatt skatt i finansregnskapet med en justeringsfaktor. På grunn av stor usikkerhet i hva som er en passende justeringsfaktor, mener vi at en slik justering øker faren for tilføyelse av mer målestøy til tallene. I tillegg vil dagens lave rentenivå føre til at forskjellen mellom nåverdi og nominell verdi blir mindre, og dette drar i retning av at justering er mindre relevant i dette tilfellet. I det følgende velger vi ikke å justere for utsatt skatt, hvilket er begrunnet med at ulempen ved den målestøy dette ville medføre anses som større enn eventuelle fordeler man kan få ved en justert egenkapital.

## 5.5 Omgruppert og justert resultatregnskap og balanse

Det er til nå argumentert for valg gjort med hensyn på omgruppering og justering. Det omgrupperte og justerte resultatregnskapet for SalMar er presentert i *Tabell 5-6*, mens balansene er presentert i *Tabell 5-7* og *Tabell 5-8*.

Alle tall i 1000 NOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T
Driftsinntekter	3 429 714	3 833 052	4 203 063	6 248 315	7 186 515	7 327 095	9 209 568
- Driftskostnader	2 421 388	3 206 904	3 863 578	4 981 367	5 304 440	5 908 158	6 503 042
= Driftsresultat egen virksomhet	1 008 326	626 148	339 485	1 266 948	1 882 075	1 418 937	2 706 526
- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	245 959	152 735	82 810	309 044	459 091	346 118	660 197
= Netto driftsresultat i egen virksomhet	762 367	473 413	256 675	957 904	1 422 984	1 072 819	2 046 328
+ Nettoresultat fra driftstilknnyttede virksomheter	147 365	97 999	93 909	157 980	96 136	40 242	168 285
= Netto driftsresultat	909 732	571 412	350 584	1 115 884	1 519 120	1 113 061	2 214 613
+ Netto finansinntekt	4 060	3 799	2 128	7 170	6 612	2 538	2 610
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	913 792	575 211	352 712	1 123 054	1 525 732	1 115 599	2 217 224
- Netto finanskostnad	35 710	71 130	108 161	120 998	90 661	72 109	74 160
- Netto minoritetsresultat	11 300	2 517	14 072	113 335	22 977	25 506	25 183
= Nettoresultat til egenkapital	866 782	501 564	230 479	888 721	1 412 094	1 017 983	2 117 880
+ Unormalt netto driftsresultat	-88 455	-86 999	-23 577	250 520	-130 519	33 988	-1 255 246
+ Unormalt netto finansresultat	2 899	-17 597	18 710	303 179	936	-4 148	17 083
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	781 226	396 968	225 612	1 442 420	1 282 512	1 047 823	879 717
- Netto betalt utbytte	260 474	402 695	-313 660	-26 544	900 380	1 095 669	1 106 600
= Endring i egenkapital	520 752	-5 727	539 272	1 468 964	382 132	-47 846	-226 883

Tabell 5-6: Omgruppert og justert resultatregnskap for SalMar, 2010-2016T.



<i>Alle tall i 1000 NOK</i>	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T
Driftsrelaterte anleggsmidler	3 430 673	3 964 436	4 355 370	4 726 522	5 441 521	5 954 579	6 418 882
- Langsiktig driftsrelatert gjeld	763 347	739 688	872 926	1 199 557	1 262 594	1 230 815	1 189 300
= Netto driftsrelaterte anleggsmidler	2 667 326	3 224 748	3 482 444	3 526 965	4 178 927	4 723 764	5 229 582
Driftsrelaterte omløpsmidler	2 124 169	2 420 530	3 118 116	3 627 600	4 029 630	4 117 178	4 098 756
- Kortsiktig driftsrelatert gjeld	653 998	658 376	966 480	827 787	1 256 307	1 583 852	2 524 000
= Driftsrelatert arbeidskapital	1 470 171	1 762 154	2 151 636	2 799 813	2 773 323	2 533 326	1 574 756
= Netto driftseiendeler	4 137 497	4 986 902	5 634 080	6 326 778	6 952 250	7 257 090	6 804 337
Netto driftseiendeler	4 137 497	4 986 902	5 634 080	6 326 778	6 952 250	7 257 090	6 804 337
+ Finansielle eiendeler	120 764	52 993	75 125	1 076 607	180 885	280 824	410 718
= <b>SYSSELSATTE EIENDELER</b>	<b>4 258 261</b>	<b>5 039 895</b>	<b>5 709 205</b>	<b>7 403 385</b>	<b>7 133 135</b>	<b>7 537 914</b>	<b>7 215 056</b>
Egenkapital	2 219 644	2 213 917	2 753 189	4 222 153	4 604 284	4 556 438	4 329 556
+ Minoritet	118 012	122 227	136 300	337 809	60 622	79 683	76 300
+ Finansiell gjeld	1 920 605	2 703 751	2 819 716	2 843 423	2 468 229	2 901 793	2 809 200
= <b>SYSSELSATT KAPITAL</b>	<b>4 258 261</b>	<b>5 039 895</b>	<b>5 709 205</b>	<b>7 403 385</b>	<b>7 133 135</b>	<b>7 537 914</b>	<b>7 215 056</b>

Tabell 5-7: Omgruppert og justert balanse, Syssele satt kapital, SalMar, 2010-2016T.

<i>Alle tall i 1000 NOK</i>	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	2 667 326	3 224 748	3 482 444	3 526 965	4 178 927	4 723 764	5 229 582
+ Driftsrelatert arbeidskapital	1 470 171	1 762 154	2 151 636	2 799 813	2 773 323	2 533 326	1 574 756
= <b>NETTO DRIFTSEIENDELER</b>	<b>4 137 497</b>	<b>4 986 902</b>	<b>5 634 080</b>	<b>6 326 778</b>	<b>6 952 250</b>	<b>7 257 090</b>	<b>6 804 337</b>
+ Egenkapital	2 219 644	2 213 917	2 753 189	4 222 153	4 604 284	4 556 438	4 329 556
+ Minoritet	118 012	122 227	136 300	337 809	60 622	79 683	76 300
+ Netto finansiell gjeld	1 799 841	2 650 758	2 744 591	1 766 816	2 287 344	2 620 969	2 398 482
= <b>NETTO DRIFTSKAPITAL</b>	<b>4 137 497</b>	<b>4 986 902</b>	<b>5 634 080</b>	<b>6 326 778</b>	<b>6 952 250</b>	<b>7 257 090</b>	<b>6 804 337</b>

Tabell 5-8: Omgruppert og justert balanse, Netto driftskapital, SalMar, 2010-2016T.

## 6. Analyse av risiko

I dette kapittelet analyseres risikoen til SalMar og bransjen. Analysen innebærer de tre første stegene av totalt fem steg i forholdstallsanalysen. De to siste stegene utgjør analyse av krav og strategisk fordel, som gjøres henholdsvis i kapittel 7 og 8. Forholdstallsanalysen tar utgangspunkt i det omgrupperte og justerte årsregnskapet presentert i kapittel 5, for både SalMar og komparative selskaper. To analyseteknikker kan brukes for sammenligning av forholdstall (Knivsflå, 2016h). *Tidsserieanalyser* innebærer analyser av den historiske utviklingen til forholdstallene, mens *bransjeanalyser* innebærer å sammenligne SalMars forholdstall med bransjesnittet. I tidsserieanalyser vektetes de siste regnskapsårene tyngst. I vår analyse benytter vi tidsvektede forholdstall og sammenligner disse med tilsvarende for bransjen. Dette gjøres fordi oppdrettsbransjen endrer seg over tid, hvilket blant annet skyldes en rekke konsolideringer, slik det er beskrevet i kapittel 2. De ulike vektene som følger i *Tabell 6-1* vil bli benyttet også i senere analyser i påfølgende kapitler.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T
Vekting	0 %	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %

*Tabell 6-1: Vekting av analyseperioden.*

Formålet med risikoanalysen er å gi et bilde av selskapets risikoeksponering slik at vi senere kan fastsette relevante avkastningskrav på best mulig grunnlag (Damodaran, 2012). Avkastningskravene er svært sentrale da de benyttes til å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer som siste ledd av verdsettelsesprosessen. Med så presise avkastningskrav som mulig, vil en mer korrekt nåverdi av fremtidige kontantstrømmer oppnås.

En investor står overfor to typer risiko. *Markedsrisiko* utgjør den systematiske risikoen, mens *selskapsrisiko* er den usystematiske risikoen (Kaldestad & Møller, 2016). Investor har mulighet gjennom sin portefølje til å diversifisere bort den selskapsesifikke risikoen. Dermed er det kun markedsrisiko som er relevant risiko for en veldiversifisert investor, og det er følgelig kun nødvendig å ta hensyn til dette i avkastningskravet.

For en långiver er det *kredittrisiko* som er den relevante risikoen. Kredittrisiko vil si faren for at låntaker helt eller delvis misligholder betalingsforpliktelsene (Kaldestad & Møller, 2016). Denne typen risiko er det ikke mulig å diversifisere bort for långiver, og risikoen er følgelig systematisk. Det innebærer da at långiver må ta hensyn til dette med en *kredittrisiko premie*. Kredittrisiko premien avhenger av sannsynligheten for konkurs og forventet tapsprosent for

en eventuell konkurs. For å få en mest mulig korrekt premie, er det nødvendig å studere nærmere hva som påvirker selskapets kredittrisiko. Dette inkluderer en nærmere analyse av hvilke selskapsspesifikke risikoer som er mest relevant. Likviditets- og soliditetsanalyser vil i det følgende benyttes til å si noe om SalMars selskapsspesifikke risiko. Analysen tar utgangspunkt i de vanligste forholdstallene, men med hovedvekt på de som legger grunnlaget for SalMars syntetiske rating.

## 6.1 Analyse av kortsiktig risiko – Likviditetsanalyse

Formålet med kortsiktig risikoanalyse er å analysere om selskapet er i stand til å møte sine kortsiktige forpliktelser etter hvert som de forfaller (Penman, 2013). Jo mer likvide midler selskapet besitter i forhold til sine kortsiktige forpliktelser, jo lavere er likviditetsrisikoen. Dette kan avdekkes ved å undersøke forholdstall fra balansen og resultatet. For å analysere likviditetsrisiko studeres *likviditetsgrad 1*, *rentedekningsgrad* og om SalMar er underlagt spesielle lånevilkår, kalt *covenants*. Med disse forholdstallene analyseres gjeldsdekning i henholdsvis balansen, resultatet og i fremtiden.

### *Likviditetsgrad 1*

Likviditetsgrader gir viktig innsikt i hvorvidt et selskap har nok likvide midler til å dekke sin kortsiktige gjeld (Penman, 2013). Penman (2013) beskriver likviditetsgrad 1 som forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Utregningen bygger på følgende formel:

$$\begin{array}{c}
 \textbf{Likviditetsgrad 1} \\
 LG1 = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}} = \frac{\text{Driftsrelaterte omløpsmidler} + \text{Finansielle omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig driftsrelatert gjeld} + \text{Kortsiktig finansiell gjeld}}
 \end{array}$$

Omløpsmidler er selskapets mest likvide eiendeler, altså de eiendelene som relativt enkelt kan omgjøres til kontanter. Kundefordringer, varelager og kontanter er eksempler på typiske omløpsmidler. Kortsiktig gjeld er gjeld som forfaller innen ett år, og typiske poster som inngår er leverandørgjeld og betalbar skatt (Penman, 2013). Et høyt forholdstall vil være positivt for selskapet da det indikerer at det har relativt store likvide midler som kan brukes til å dekke kortsiktige forpliktelser. Bransjegjennomsnittet regnes oftest som den beste målestokken fordi hva som utgjør en ”normal” likviditetsgrad vil variere på tvers av bransjer. Således vil sammenligning med andre selskaper i samme bransje kunne gi et bedre mål enn

eksempelvis en generell tommelfingerregel som er uavhengig av bransje. *Figur 6-1* viser utviklingen i likviditetsgrad 1 for SalMar og bransjen fra 2010 til 2016T.



*Figur 6-1: Likviditetsgrad 1, SalMar og bransjen, 2010-2016T.*

Figuren viser en ustabil utvikling i likviditetsgrad 1 for SalMar relativt til bransjen. Dette betyr at selv om SalMar og bransjen følger omtrent samme utvikling over analyseperioden, er oppgangene og nedgangene mer ”ekstreme” for SalMar. Dette kan sees på som en naturlig konsekvens av at man typisk vil få mer ”ekstreme verdier” for et enkeltsekskap i enkelt år enn for et bransjegjennomsnitt der ekstremverdier utjevnes.

Våre beregninger viser at gjennomsnittlig likviditetsgrad 1 for SalMar ligger over bransjesnittet, noe som isolert sett er et godt tegn. Det faktum at SalMars likviditetsgrad 1 har falt fra 3,84 for 2013 til 1,51 for 2016T og ligger nå under bransjesnittet, er et faresignal. Siden tallene for 2016T baserer seg på trailing, vil det følgelig være usikkerhetsmomenter rundt dette estimatet. I utregningene ser vi at fallet i likviditetsgrad 1 for SalMar i hovedsak skyldes en kraftig økning i kortsiktig driftsrelatert gjeld. Skulle det vise seg at vi har overestimert denne posten vil bildet bli et annet. Ser vi bort fra 2016T ligger likviditetsgraden over 2 i hele analyseperioden for både SalMar og bransjen. Dette virker tilfredsstillende da det viser at selskapene har over dobbelt så mye omløpsmidler som kortsiktig gjeld. Dette er også i tråd med en tommelfingerregel som sier at likviditetsgraden normalt bør være over 2. Samlet sett indikerer likviditetsgrad 1 at det ikke virker å være umiddelbar fare for likviditetskrise for hverken SalMar eller bransjen.

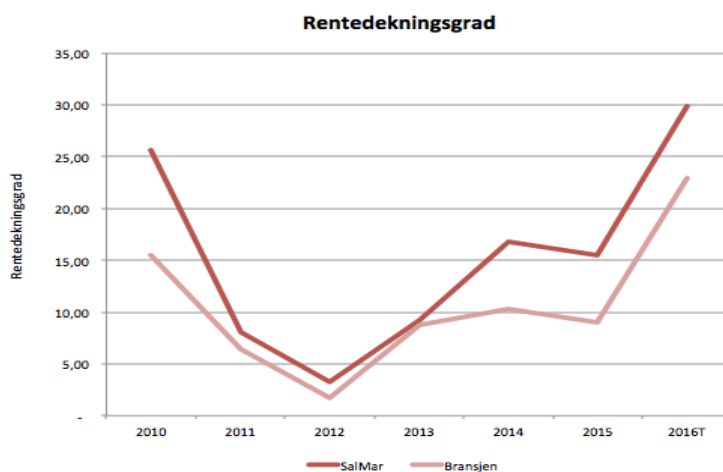
I tillegg til likviditetsgrad 1 er det også mulig å beregne *likviditetsgrad 2*. Forskjellen mellom disse er at i likviditetsgrad 2 trekkes det minst likvide omløpsmiddelet fra i telleren, som ofte er varelageret (Penman, 2013). Da vil resterende beløp i teller som regel utgjøre

kortsiktige fordringer og kontantbeholdning, mens nevner vil fortsatt være kortsiktig gjeld. Varelager føres ofte til historisk kost og vil dermed kunne undervurdere kontantverdien. Oppdrettsnæringens varelager består av biomasse og denne blir som regel verdjustert hvert år. Følgelig reflekterer dette kontantverdien, og likviditetsgrad 2 blir mindre aktuell. På den annen side har vi justert biomassen til å baseres på historisk kost, så dette taler for å inkludere den. Ved beregninger gir den imidlertid urimelige resultater for enkelte bransjeselskap, slik at sammenligningsgrunnlaget blir feilaktig. Vi velger derfor ikke å analysere likviditetsgrad 2 nærmere.

### **Rentedekningsgrad**

*Rentedekningsgrad* studerer forholdet mellom selskapets nettoresultat fra sysselsatt kapital og netto finanskostnader (Penman, 2013). Det vil si forholdet mellom nettoresultat før finanskostnader og netto finanskostnader. Formålet med måltallet er å undersøke om selskapet har midler til å dekke sine netto rentekostnader. En svakhet ved måltallet er imidlertid at det ikke tar hensyn til dekning av avdrag, kun dekning av rentene. For våre beregninger har vi benyttet formelen vist under og utviklingen i rentedekningsgrad over analyseperioden er presentert i *Figur 6-2*.

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



*Figur 6-2: Rentedekningsgrad, SalMar og bransjen, 2010-2016T.*

SalMar har over hele analyseperioden hatt en høyere rentedekningsgrad enn bransjesnittet. I absolutte tall virker rentedekningsgraden å være på akseptabelt høyt nivå for både SalMar og bransjen, noe som tyder på god evne til å dekke sine rentekostnader gjennom nettoresultat til

sysselsatt kapital. Figuren viser videre store variasjoner i rentedekningsgraden. Dette har sammenheng med variasjonene i resultater over analyseperioden, slik at rentedekningsgraden synes å følge konjunktorene i oppdrettsnæringen. De årene med høyest nettoresultat til sysselsatt kapital er også de årene med høyest rentedekningsgrad. Dette gjelder 2010 og 2013 til 2016 som er ansett som gode år for næringen. Motsatt er rentedekningsgraden lavest i 2011 og 2012 som var mer utfordrende år.

I tillegg til effekten konjunkturer har for resultatet, vil de også kunne ha betydning for lånebetingelsene til kredittinstitusjoner (Penman, 2013). I tider med lavkonjunktur kan det tenkes at bankene krever høyere kredittisikopremie, hvilket medfører høyere lånerenter for selskapene. Dette stemmer med hva vi finner i statistikk over utlåns- og innskuddsrente fra SSB (2014). Over analyseperioden var det høyest utlånsrente i 2012, og den har aldri vært lavere enn for inneværende år. På den annen side kan det motsatte også være tilfellet, der en lavkonjunktur vil kunne medføre et lavt rentenivå (Berk & DeMarzo, 2014). På grunn av ustabiliteten i rentedekningsgraden ser vi viktigheten av å se dette måltallet i sammenheng med de andre målene på likviditetsrisiko for å danne et mest mulig korrekt bilde av selskapets risiko. Totalt sett synes både SalMar og bransjen sin rentedekningsgrad å være god over analyseperioden, og det er ingen tegn til at rentekostnadene ikke skal dekkes inn av nettoresultat til sysselsatt kapital.

### ***Gjeldsdekning i fremtiden - Covenants***

Våre analyse av likviditetsgrad 1 og rentedekningsgrad har så langt fokusert på hvordan likviditetsrisikoen har vært historisk. Spørsmålet videre er hvordan fremtidsutsiktene ser ut. Et sentralt poeng i denne sammenheng er å se nærmere på SalMars lånevilkår, og om kredittinstitusjonene har fremmet spesielle vilkår, såkalte *covenants*. Dette kan være krav av ulik karakter som må være oppfylt fra låntakers side (Berk & DeMarzo, 2014). Dersom dette ikke er tilfellet, kan kreditor kreve lånebeløpet tilbakebetalt. I prinsippet innebærer brudd på lånevilkårene at det igangsettes gjeldsforhandlinger, som i verste fall kan medføre konkurs.

I siste tilgjengelige årsrapport for SalMar finnes spesifikasjoner for finansielle covenants. Vilkårene stadfester at egenkapitalandelen skal minst være på 35%. Videre settes et resultatkrav der gjennomsnittlig rentebærende gjeld i forhold til EBITDA ikke skal overstige et forholdstall på 4,5. Historisk rapporterte tall presenteres i *Tabell 6-2*. Tabellen viser at SalMar har tilfredsstilt de spesielle vilkårene over analyseperioden, med unntak av 2012 for rentebærende gjeld i forhold til EBITDA. For siste rapporterte år viser tabellen at SalMar

hadde en egenkapitalandel på 48%, mens forholdet mellom rentebærende gjeld og EBITDA var 1,68. Den historiske utviklingen indikerer at det er liten risiko for at SalMar vil misligholde sine lån i nær fremtid.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Egenkapitalandel</b>	43 %	35 %	39 %	51 %	51 %	48 %
<b>Rentebærende gjeld/EBITDA</b>	1,74	3,57	5,54	1,91	1,14	1,68

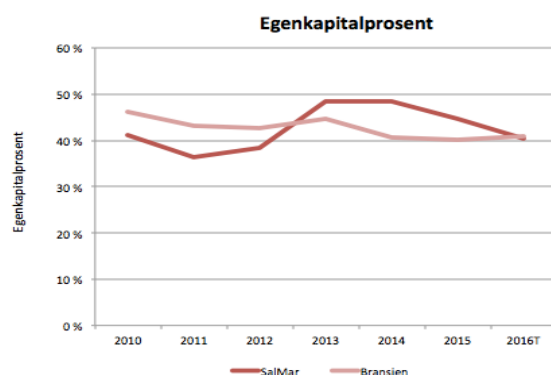
Tabell 6-2: Historisk utvikling av egenkapitalandel og rentebærende gjeld/EBITDA.

## 6.2 Analyse av langsiktig risiko - soliditetsanalyse

Formålet med en soliditetsanalyse er å avdekke hvorvidt selskapet har økonomiske ressurser til å stå i mot fremtidige tap eller dekke fremtidige forpliktelser (Penman, 2013). *Soliditetsrisikoen* er således faren for at selskapet ikke har finansiering til å stå imot en lengre periode med tap. Soliditetsanalysen inneholder analyse av *egenkapitalprosent*, *netto driftsrentabilitet* og *egenkapitalrentabilitet*. Siden tap blir ført mot egenkapitalen og egenkapitalen fungerer som en ”buffer” mot fremtidig tap og konkurs, er de nevnte måltallene relevante for soliditetsformålet. Avslutningsvis presenteres en finansieringsmatrise over *kapitalstrukturen* per 30. juni 2016. Dette utgjør en statisk analyse som kan gi nyttig innsikt i risikobildet og hvordan selskapet er finansiert.

### *Egenkapitalprosent*

*Egenkapitalprosenten* sier noe om forholdet mellom egenkapital og total kapital, altså hvor stor andel av finansieringen som kommer fra egenkapital (Berk & DeMarzo, 2014). En høy egenkapitalprosent kan være bra fordi det signaliserer at selskapet kan tåle en lengre periode med tap. Det innebærer også at långiver er mer skjermet for tap, noe som gir lavere risiko. Lavere risiko skal isolert sett gi lavere kredittrisikopremie som igjen gir lavere finansiell belastning for selskapet. Siden vi studerer konsernet som helhet har vi her valgt å inkludere minoritetsinteressene i beregningen av egenkapitalandel. Dette er også hensiktsmessig da analysen i hovedsak er kreditororientert. *Figur 6-3* viser utviklingen i egenkapitalprosenten for SalMar og bransjen fra 2010 til 2016T. Verdt å merke seg er at egenkapitalprosenten her er beregnet basert på *omgruppert og justert balanse*, i motsetning til covenants som tok utgangspunkt i selskapenes rapporterte tall. Følgelig vil det være noe avvik i beregningene.



Figur 6-3: Egenkapitalprosent, SalMar og bransjen, 2010-2016T.

Figuren viser at egenkapitalprosenten til SalMar har variert over analyseperioden, fra 36% i 2011 til 48% i 2013 og 2014. For bransjen synes imidlertid utviklingen å være mer stabil. Som diskutert under likviditetsgrad 1 kan en årsak til dette være at utviklingen til et enkeltstående gir mer ”ekstreme” verdier enn bransjesnittet. I tillegg er noe variasjon å forvente i en syklisk bransje som oppdrettsnæringen. For SalMar synes utviklingen i egenkapitalprosent å ha fulgt samme mønster som utviklingen i resultat. Det tyder dermed på at dårlige år som 2011 har tæret på egenkapitalen, mens gode år som 2013 har bygget opp egenkapitalen igjen.

I kapittel 5 er det vist at 2016 ser ut til å bli et godt år for SalMar, mens i følge *Figur 6-3* ser egenkapitalprosenten ut til å falle for inneværende år. Dette er motsatt utvikling av hva vi diskuterte over. Dette kan blant annet forklares ved at ”trailet” balanse per 31. desember 2016 tar utgangspunkt i balansen per 30. juni 2016. Per 30. juni 2016 har det nettopp blitt utbetalt utbytte, noe som har tæret på egenkapitalen. Historisk sett vil egenkapitalen ta seg opp gjennom andre halvår på grunn av oppbygging av resultat. Dermed vil trolig egenkapitalprosenten for 2016 være et par prosentpoeng høyere enn vårt estimat.

Ser vi på gjennomsnittet over analyseperioden har SalMar og bransjen en tidsvektet gjennomsnittlig egenkapitalprosent på henholdsvis 44% og 41%. Totalt sett virker dette å være tilfredsstillende for både SalMar og bransjen.

### ***Forvitring av egenkapitalen***

Utilfredsstillende rentabilitet vil kunne tære på egenkapitalen, og dermed er det hensiktsmessig å undersøke enkelte rentabilitetstall i denne soliditetsanalysen. Her vil



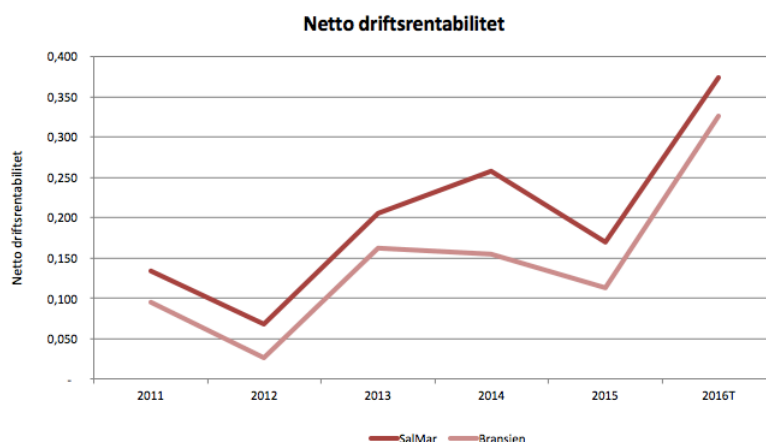
egenkapitalrentabiliteten ses i forhold til netto driftsrentabilitet. Netto driftsrentabiliteten er beregnet ved hjelp av følgende formel:

$$\text{Netto driftsrentabilitet}$$

$$\text{ndr} = \frac{\text{NDR}}{\text{NDE}_{IB} + \frac{(\Delta\text{NDE} - \text{NDR})}{2}}$$

*NDR = netto driftsresultat*  
*NDE<sub>IB</sub> = Netto driftseiendeler, inngående balanse*  
*ΔNDE = Endring i netto driftseiendeler*

I utregningen er det tatt utgangspunkt i normalisert netto driftsresultat, altså netto driftsresultat, fordi vi anser normaliserte tall som bedre egnet for å estimere fremtidig risiko for konkurs. Nevneren består av gjennomsnittlig kapital justert for opptjent kapital gjennom året. Dette vil gi et bedre bilde på rentabiliteten, i motsetning til benyttelse av inngående kapital. *Figur 6-4* viser utviklingen i netto driftsrentabilitet for SalMar og bransjen fra 2011 til 2016T.



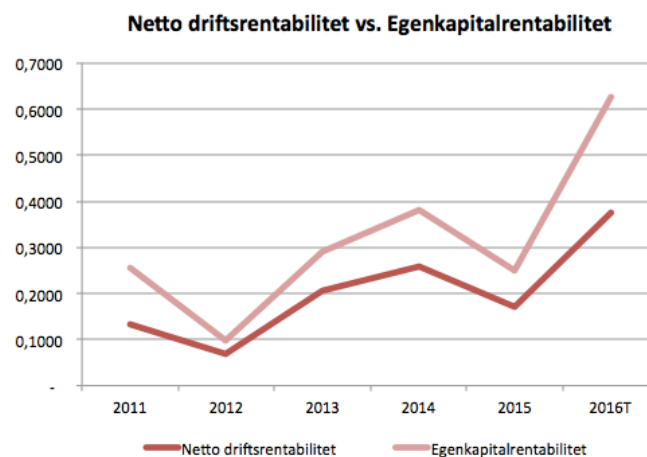
*Figur 6-4: Utvikling i netto driftsrentabilitet for SalMar og bransjen.*

Figuren viser store variasjoner i netto driftsrentabilitet, noe som er i tråd med lønnsomhetsforskjellene vi har sett over analyseperioden. Som tidligere diskutert opplevde næringen et bunnår med lave laksepriser i 2012 noe som også har resultert i periodens laveste netto driftsrentabilitet. Motsatt har næringen opplevd gode år siden 2013 med høye laksepriser, noe som følgelig også har gitt utslag i høy netto driftsrentabilitet. Et annet sentralt poeng er at SalMar har høyere netto driftsrentabilitet enn bransjen over hele analyseperioden. Dette kan tyde på at SalMar besitter enkelte ressurser som har gitt dem en

viss fordel, noe som den strategiske analysen i kapittel 4 også indikerte. Flere rentabilitets- og fordelsanalyser blir foretatt i kapittel 8.

Netto driftsrentabilitet er den bakenforliggende kilden til egenkapitalrentabiliteten. For å kunne si noe om forvitring av egenkapitalen, bør netto driftsrentabilitet ses i sammenheng med egenkapitalrentabilitet. *Figur 6-5* viser at egenkapitalrentabiliteten følger trenden til netto driftskapital. Et tegn på forvitring er store avvik mellom disse. Avvikene skyldes at egenkapitalrentabiliteten er blåst opp som følge av gearing, eller dersom det er tatt ut utbytte i dårlige år slik at egenkapitalbeholdningen reduseres.

Av figuren ser vi at år 2016T har et stort avvik. Noe av dette skyldes trolig at året er ”trailet”, og følgelig er det heftet usikkerhet ved regnskapstallene for 2016T. Det kan også skyldes at rentabiliteten er blåst noe opp på grunn av gearing. Dette kan også forklare noe av de mindre avvikene i de andre årene. Imidlertid virker SalMars netto driftsrentabilitet å være tilfredsstillende over analyseperiode, med ingen fremtredende faresignaler om at egenkapitalen vil forvitte i nærmest fremtid.



*Figur 6-5: Utvikling i netto driftsrentabilitet og egenkapitalrentabilitet for SalMar.*

## **Kapitalstruktur**

SalMars kapitalstruktur blir her studert ved en statisk finansieringsmatrise. Formålet er å analysere hvordan selskapet er finansiert på et gitt tidspunkt, slik at man kan kartlegge kildene til finansiering av selskapets eiendeler og vurdere den tilknyttede risikoen. Egenkapitalfinansiering anses som den minst risikable finansieringen, mens kortsiktig gjeldsfinansiering anses som mest risikabel. Følgelig ønsker vi at matrisen ”når bunnen raskest mulig”, slik at største delen av eiendelene er finansiert med langsiktig kapital som

egenkapital og langsiktige gjeld, og minst mulig med kortsiktig gjeld. *Tabell 6-3* og *6-4* viser finansieringsmatrisen i prosent for henholdsvis SalMar og bransjen. Siden finansieringsmatrisen er gitt for et enkelt tidspunkt, har vi tatt utgangspunkt i siste tilgjengelige balanse som er per 30. juni 2016.

	Egenkapital	Minoritet	Langsiktig DG	Langsiktig FG	Kortsiktig DG	Kortsiktig FG	Totale eiendeler
Driftsrelaterte AM	58,53 %	2,81 %	28,18 %	10,48 %			60,53 %
Finansielle AM				100,00 %			0,54 %
Driftsrelaterte OM				56,83 %	43,17 %		30,74 %
Finansielle OM					62,21 %	37,79 %	8,19 %
<b>Totalkapital</b>	<b>35,42 %</b>	<b>1,70 %</b>	<b>17,06 %</b>	<b>24,36 %</b>	<b>18,37 %</b>	<b>3,09 %</b>	<b>100,00 %</b>

*Tabell 6-3: Finansieringsmatrise i prosent for SalMar per 30. juni 2016.*

	Egenkapital	Minoritet	Langsiktig DG	Langsiktig FG	Kortsiktig DG	Kortsiktig FG	Totale eiendeler
Driftsrelaterte AM	67,45 %	1,19 %	18,53 %	12,83 %			58,74 %
Finansielle AM				100,00 %			1,94 %
Driftsrelaterte OM				35,45 %	61,58 %	2,97 %	37,51 %
Finansielle OM						100,00 %	1,82 %
<b>Totalkapital</b>	<b>39,62 %</b>	<b>0,70 %</b>	<b>10,88 %</b>	<b>22,77 %</b>	<b>23,10 %</b>	<b>2,93 %</b>	<b>100,00 %</b>

*Tabell 6-4: Finansieringsmatrise i prosent for bransjen per 30. juni 2016.*

Beregningene er gjort ved å finne prosentvis andel av de ulike eiendelspostene som er finansiert av de ulike postene på passivasiden. For eksempel er 58,53% av driftsrelaterte anleggsmidler for SalMar finansiert med egenkapital. Videre utgjør for eksempel driftsrelaterte anleggsmidler 60,53% av totale eiendeler. *Tabell 6-3* viser at SalMars anleggsmidler i sin helhet er finansiert ved langsiktig kapital. I tillegg er 56,83% av driftsrelaterte omløpsmidler finansiert med langsiktig gjeld. Vi ser derfor ingen tegn til at SalMar skal komme i en likviditetskrise når gjelden faller til betaling. Sammenligner vi *Tabell 6-3* med *Tabell 6-4* ser vi at SalMar har tilnærmet identisk kapitalstruktur som bransjen. En forskjell synes å være at bransjen har en større andel av sine driftsrelaterte omløpsmidler finansiert med kortsiktig gjeld. Dette kan være et riskikomoment for bransjen dersom selskapene opplever reduserte inntekter som følge av for eksempel sykdomsutbrudd eller hvis en større andel av kundefordringen ikke innbetales. Totalt sett virker imidlertid både SalMars og bransjens kapitalstruktur å være solid.

### 6.3 Oppsummering – syntetisk rating

Avslutningsvis oppsummeres analysen av likviditets- og soliditetsrisiko ved å gi SalMar en karakter på risiko, en såkalt syntetisk rating. Flere anerkjente kredittvurderingsselskaper som Standard & Poor's, Moody's og Fitch har spesialisert seg på kredittvurdering, der tanken er å kunne si noe om konkurssannsynligheten for et selskap ett år frem i tid. Kredittvurderings-

selskapene benytter noe ulik skala, men prinsippet er i hovedsak å uttrykk konkurs-sannsynligheten med en bokstavkarakter mellom AAA og D. Følgelig gir en AAA-rating ingen konkursrisiko, mens ved D-rating er det svært sannsynlig at selskapet vil gå konkurs. På tilsvarende måte som kredittvurderingsselskapene skal vi forsøke å klassifisere SalMar i korrekt risikoklasse. Vi har imidlertid valgt å sette sterke og svake karakterer for å øke detaljnivået. Når ratingen kommer til anvendelse i påfølgende kapittel vil likevel dette ikke vektlegges, ettersom ratingskalaen som benyttes ikke skiller på dette. Klassifiseringen baserer seg i hovedsak på de fire forholdstallene *likviditetsgrad 1*, *rentedekningsgrad*, *egenkapitalprosent* og *netto driftsrentabilitet* beregnet i delkapittel 6.1 og 6.2. I tillegg vil øvrig diskusjon rundt risikobildet være relevant for å fastsette endelig rating. Syntetisk rating får senere betydning for selskapets kredittrisikopremie som følgelig har betydning for finansielt gjeldskrav som diskuteres i kapittel 7.

På grunn av mangelen på tilgjengelig informasjon for hvilke intervall kredittselskapene benytter for ulike forholdstall ved fastsetting av rating, har vi valgt å ta utgangspunkt i en tabell utarbeidet av Knivsflå (2016h). Knivsflå har imidlertid utarbeidet denne tabellen med utgangspunkt i Damodaran (2016) sine analyser, der ratingklassene er utarbeidet av ratingselskapet Standard & Poors's. *Tabell 6-5* viser tallene det er tatt utgangspunkt i:

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	1,690	0,380	0,082
BB	1,200	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	-0,016
	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 6-5: Tabell for fastsettelse av syntetisk rating (Knivsflå, 2016h)*

Med utgangspunkt i beregnede forholdstall og grenseverdier fra *Tabell 6-5* har vi utarbeidet syntetisk rating for både SalMar og bransjen. Syntetisk rating er utarbeidet for alle forholdstall og regnskapsår. I tillegg er det beregnet tidsvektet gjennomsnitt som legger grunnlag for den totale syntetiske ratingen. Tidsvektene for hvert år ble presentert

innledningsvis i kapittelet. *Tabell 6-6* oppsummerer den syntetiske ratingen for SalMar og bransjen.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Tidsvektet
<b>Likviditetsgrad 1</b>							
SalMar	BBB+	BBB+	A+	A-	A-	BBB-	A-
Bransjen	A-	BBB+	A-	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+
<b>Rentedekningsgrad</b>							
SalMar	AA+	A-	AA+	AAA	AAA-	AAA	AAA-
Bransjen	AA	BBB-	AA+	AA+	AA+	AAA	AAA-
<b>Egenkapitalprosent</b>							
SalMar	BB+	BBB-	BBB+	BBB+	BBB	BBB-	BBB
Bransjen	BBB-	BBB-	BBB	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-
<b>Netto driftsrentabilitet</b>							
SalMar	A-	BB	A+	AA-	A	AA+	A+
Bransjen	BBB	B-	A-	A-	BBB+	AA-	A-
<b>Samlet</b>							
SalMar	A	BBB	A+	A-	A	A	A
Bransjen	BBB+	BBB-	A	A-	BBB+	A-	A-

*Tabell 6-6: Oppsummert syntetisk rating for SalMar og bransjen.*

Basert på forholdstallsanalysen mener vi en passende rating for SalMar er A, mens den for bransjen er A-. I hovedsak skyldes forskjellen i syntetisk rating at SalMar har hatt en marginalt bedre soliditet enn bransjen. Her ser vi spesielt at netto driftsrentabilitet hos SalMar har ligget jevnt over bransjen over hele analyseperioden. Det innebærer at SalMar har generert høyere avkastning på bundet driftskapital enn bransjesnittet i både gode og dårlige perioder, noe som kan komme av en midlertidig ressursfordel hos SalMar som følge av InnovaMar. Dette er i tråd med hva vi fant i den strategiske analysen i kapittel 4. I følge statistikk fra Standard & Poor's tilsier en kredittrating på A en konkurssannsynlighet på 0,08% (Knivsflå, 2016h). Sannsynligheten for at SalMar i løpet av det neste året går konkurs er med andre ord minimal. Tilsvarende gjelder også for bransjen. Samlet sett bekrefter forholdstallsanalysen at både SalMar og komparative selskaper virker å være solide selskaper med gode fremtidsutsikter. Øvrige risikoanalyser virker heller ikke å gi grunnlag for å endre en syntetisk rating på A. Vi fant ingen grunn til å tro at SalMar ikke skulle operere i tråd med covenants, og kapitalstrukturen synes per 30. juni 2016 å være solid. Ut i fra et helhetlig risikobilde virker derfor en syntetisk rating for SalMar på A å være fornuftig. I det videre legger dette grunnlaget for kredittrisikopremien og følgelig finansielt gjeldskrav som diskuteres i neste kapittel.

## 7. Historiske krav

I dette kapittelet beregnes de historiske avkastningskravene for SalMar og bransjen. Dette er krav til *egenkapital*, *minoritetsinteresser*, *netto finansiell gjeld* og *netto driftskapital*. Kravene vil videre ha relevans på to måter. I kapittel 8 benyttes kravene som målestokk for lønnsomhetsberegninger. Tanken er at et selskap er lønnsomt dersom rentabiliteten er høyere enn kravet. Videre i kapittel 10 vil kravene bli brukt som grunnlag for å sette lignende krav for fremtiden, som igjen vil spille en viktig rolle som neddiskonteringsrate for å beregne verdien av egenkapitalen ved selve verdsettelsen i kapittel 11.

### 7.1 Teori for avkastningskrav

Alle kapitalinnskytere for et selskap vil stille et avkastningskrav. Koller et al. (2010) nevner tre komponenter som må tas hensyn til i et selskapskrav. Dette er egenkapitalens kostnad, kostnaden til gjeld etter skatt og kapitalstrukturen, som kan forstås ut i fra det vektete avkastningskravet ”WACC”, *Weighted Average Cost of Capital*. Dette vil si gjennomsnittskostnaden et selskap må betale både til kreditorer og investorer (Berk & DeMarzo, 2014). I sitt rammeverk uttrykker Knivsflå (2016i) dette som *netto driftskapitalkrav*, som kan beregnes med følgende formel:

<b>Netto driftskrav</b>		
$ndk = ekk * \frac{EK}{NDK} + mik * \frac{MI}{NDK} + nfgk * \frac{NFG}{NDK}$		
<i>ek</i> = egenkapitalkrav <i>mik</i> = minoritetskrav	<i>nfgk</i> = netto finansielt gjeldskrav <i>EK</i> = egenkapital	<i>MI</i> = minoritetsinteresser <i>NFG</i> = netto finansiell gjeld <i>NDK</i> = netto driftskapital

Modellen er i tråd med Koller og Berk & DeMarzo. Vi ser at majoritet, minoritet og kreditorer får dekket sine krav, og at kapitalstrukturen er tatt hensyn til.

### 7.2 Egenkapitalkrav og minoritetskrav

Kapitalverdimodellen (CAPM) er den mest benyttede modellen i praksis for beregning av egenkapital- og minoritetskrav (Berk & DeMarzo, 2014). Den er utviklet av Sharpe, Lintner og Mossin. Modellen tar kun hensyn til systematisk risiko, og forutsetter følgelig at all usystematisk risiko kan diversifiseres bort. Dette er en forutsetning som sjelden holder i

virkeligheten, og det kan derfor være hensiktsmessig å legge til en illikviditetspremie (Damodaran, 2012). Egenkapitalkravet er dermed gitt ved følgende formel:

<b>Egenkapitalkrav</b>	
$ekk = r_f * (1-s) + \beta_{EK} * (r_m - r_f(1-s)) + ilp$	
$r_f(1-s) =$	$\beta_{EK} =$
<i>risikofri rente etter skatt</i>	<i>egenkapitalbeta</i>
$r_m - r_f(1-s) =$	$ilp =$
<i>markedsrisikopremie</i>	<i>illikviditetspremie</i>

### 7.2.1 Risikofri rente

Risikofri rente er den renten en investor kan låne eller spare risikofritt til (Berk & DeMarzo, 2014). Det er noe uenighet i litteraturen på området hva den risikofrie renten bør baseres på. Både Damodaran (2012) og Berk & DeMarzo (2014) hevder at den risikofrie renten kan baseres på 10-årige statsobligasjoner. Kaldestad & Møller (2016) er enig i dette, men i tillegg påpeker de forskjellen mellom lang og kort rente. Knivsflå (2016i) argumenterer for å bruke 3 måneders NIBOR. NIBOR er forkortelse for *Norwegian Interbank Offered Rate* og er et samlebegrep på norske pengemarkedsrenter med ulik løpetid (Finans Norge, 2016). Vanlige mål på risikofri rente er dermed 10-årige statsobligasjoner eller 3 måneders NIBOR. Valget faller her på benyttelse av 3 måneder NIBOR, i henhold til Knivsflås forslag. Dette fordi denne renten i større grad er tidsvarierende og gjeldende år for år. Vi benytter 3 måneder NIBOR hentet fra Oslo Børs. Knivsflå foreslår videre justering for bankenes kredittrisikopremie. I tillegg beregnes det en *etter skatt*-rente for å oppnå konsistens, ettersom kravene vil bli sammenlignet med rentabilitetstall etter skatt i senere kapittel.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Snitt
NIBOR, 3 måneder	0,030	0,019	0,018	0,017	0,013	0,011	0,018
- Kredittrisikopremie for bank før skatt	0,006	0,006	0,006	0,005	0,005	0,005	0,005
= Risikofri rente før skatt	0,024	0,013	0,012	0,012	0,007	0,005	0,012
- Skatt	0,007	0,004	0,003	0,003	0,002	0,001	0,003
= Risikofri rente etter skatt	0,018	0,010	0,009	0,008	0,005	0,004	0,009

Tabell 7-1: Risikofri rente etter skatt, 2011–2016T.

## 7.2.2 Markedsrisikopremie

Kaldestad og Møller (2016, s.166) definerer markedsrisikopremien som ”(...)...meravkastningen finansielle investorer i aksjemarkedet forventer å få sammenlignet med den risikofrie renten.”. Vi kan således tolke markedsrisikopremien som kompensasjonen en veldiversifisert investor krever for å bære markedsrisiko. Det finnes ulike metoder for å estimere markedsrisikopremien. I kapitalverdimodellen beregnes den som historisk realisert meravkastning utover risikofri rente. Markedspremien vil ofte svinge over tid, noe som kan gjøre det vanskelig å tallfeste risikopremien med sikkerhet. I gode tider vil den typisk være lav, men den er høyere i mer utfordrende tider. Likevel viser det seg å være enighet blant finansaktører om nivået på premien. Revisjon- og konsulenthuset PwC har i de siste årene gjennomført årlige undersøkelser av risikopremien i det norske markedet. Undersøkelsene viser at 5% er det beste estimatet på markedsrisikopremien (PwC, 2015). NHH-professor Thore Johnsen uttaler også at 4% til 5% er et rimelig nivå (Knivsflå, 2016m).

I sitt kurs ved Norges Handelshøyskole beregner Knivsflå en *løpende risikopremie* for årene 2010 til 2015 på bakgrunn av tall hentet fra Oslo Børs med vektning av både en lang og kort tidshorisont. Den lange strekker seg fra 1958 til 2015, mens den korte er fra 1995 til 2015 (Knivsflå, 2016i). Den lange tidshorisonten har Knivsflå vektet med 75%, mens den korte er vektet med 25%. Vi mener denne vektningen er hensiktsmessig da en lang tidshorisont vil være relevant for å ta hensyn til svingningene i markedsrisiko over tid, som diskutert over. Samtidig vil det være relevant å ta hensyn til en kortere tidshorisont fordi markedet er i stadig endring. Vi tar derfor utgangspunkt i Knivsflås beregninger av markedsrisikopremien når historisk egenkapitalkrav skal beregnes. For 2016T har vi imidlertid valgt å bruke markedsrisikopremien for 2015 som et beste estimat. Dette innebærer bruk av følgende markedsrisikopremier:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Snitt
Markedsrisikopremie	0,046	0,046	0,047	0,047	0,048	0,048	0,047

Tabell 7-2: Løpende markedsrisikopremie etter skatt, 2011–2016T.

Av Tabell 7-2 ser vi at den løpende markedsrisikopremien avviker noe fra hva PwC fant i sine undersøkelser. På den annen side er de rimelige ut i fra uttalelser av Thore Johnsen. I tillegg har Knivsflå beregnet gjennomsnittlig premie på 3,9% per år i perioden 2010 til 2015 for Oslo Børs. På bakgrunn av dette anser vi markedsrisikopremiene i tabellen over som rimelige.



### 7.2.3 Historisk gjennomsnittlig egenkapitalbeta

Beta er et mål på den enkelte aksjes risiko i markedet relativt til aksjemarkedet (Berk & DeMarzo, 2014). Egenkapitalbetaen er således et mål på den systematiske risikoen ved å investere i egenkapitalen til et selskap. Som nevnt tidligere er den kun den systematiske risikoen som er relevant for veldiversifiserte investorer, da usystematisk risiko kan diversifiseres bort. Størrelsen på egenkapitalbetaen avhenger av to forhold: samvariasjonen mellom avkastningen til selskapet og markedsindeksen, og avkastningsvolatiliteten til selskapet relativt til markedsavkastningen. Med samvariasjon menes hvordan selskapet svinger sammenlignet med markedet, mens avkastningsvolatiliteten går ut på hvor store svingningene er relativt til markedet. Dette er i tråd med *Miller & Modigliani's Proposition 2* (1958) som sier at økt gjeldsfinansiering øker egenkapitalkravet. Vi beregner dermed egenkapitalbetaen basert på følgende sammenheng:

$$\beta_{EK} = \frac{\text{kov}(r, r_m)}{\text{var}(r_m)} = \rho * \frac{\sigma_r}{\sigma_m} = \text{samvariasjon} * \text{relativ risiko}$$

Siden SalMar er børsnotert, estimeres betaverdien basert på kursdata for historisk avkastning (Damodaran, 2012). Tallmaterialet er hentet fra Datastream, med tilgang fra Norges Handelshøyskole. Vi har valgt å benytte en analyseperiode på 5 år, med månedlige avkastningsrater. Dette er i tråd med hva en rekke litteraturforfattere mener er et gunstig tidsspenn (Koller et al., 2010). En femårig tidshorizont regnes som lang nok til å inkludere samvariasjon fra både opp- og nedgangstider. Den synes heller ikke å være for lang slik at den mister relevans. I tillegg er ikke perioden for kort slik at selskapsspesifikke hendelser påvirker beta. Månedlige avkastningsrater benyttes, ettersom kortere tidsintervaller vil kunne lede til systematisk støy og mulige skjevheter i tallmaterialet (Koller et al., 2010).

Som representativ markedsindeks benyttes Oslo Børs sin hovedindeks, OSEBX. Et problem med å ta utgangspunkt i OSEBX er indeksens skjeve vektning mot oljerelatert industri, noe som gjør at selskapet måles mot en oljeindeks (Kaldestad & Møller, 2016). Det faktum at SalMar selv er notert på Oslo Børs, og mangel på et bedre alternativ gjør at vi velger å bruke OSEBX som representativ markedsindeks. Basert på drøftelsen av valg av parametere og likningen for egenkapitalbeta på forrige side, har regresjonsanalysen gitt oss følgende resultat for egenkapitalbeta for SalMar:



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

Figur 7-1 viser at regresjonsanalysen gir en egenkapitalbeta for SalMar på 0,4664. Betaværdien sier at 1% økning av OSEBX, medfører en økning av SalMars aksjepris i gjennomsnitt på 0,4664%. Beta større enn 1 sier at aksjen har større risiko og vil svinge mer enn markedet, mens det motsatte gjelder for beta lavere enn 1. Egenkapitalbetaen forteller dermed at SalMar har vært mindre volatil enn OSEBX i løpet av de fem siste årene. Som nevnt over kan én av årsakene til dette forklares av at Oslo Børs er tyngt av oljerelaterte selskaper. Variasjoner i oljepris er derfor av stor betydning for hovedindeksen. På grunn av negativ korrelasjon mellom oljepris og laksepris, er det ikke uventet at de store svingningene i oljepris over analyseperioden har ført til egenkapitalbeta for SalMar under 1 (E24, 2016). En annen årsak kan relateres til at laks regnes av mange mer som et nødvendighetsgode enn et luksusgode, slik som diskutert under den strategiske analysen i kapittel 4. Luksusgoder har typisk en beta over 1, mens supermarkeder typisk vil ha en beta under 1 (Palepu et al., 2013). Følgelig er det naturlig å forvente en beta under 1 for SalMar.

Forklaringskraften på 0,03874 betyr at 3,874% av risikoen ved SalMars avkastning kan forklares av markedsrisiko. Resterende andel på 96,13% relateres til usystematisk selskapsrisiko som er diversifiserbar risiko. Den svært lave forklaringskraften skyldes trolig i stor grad negativ korrelasjon mellom oljepris og laksepris, da svingninger i laksepris kan forklare mye av aksjekursutviklingen hos SalMar. I tillegg kan en annen forklaring ligge i et begrenset antall observasjoner på 60. Forklaringskraften gjør at betaestimatet generelt er usikkert.

Vi har foretatt samme prosedyre for komparative selskaper for å få et sammenligningsgrunnlag. Det er derimot utfordrende å sammenligne egenkapitalbetaene

direkte siden de påvirkes av ulik gjeldsgrad mellom selskapene (Berk & DeMarzo, 2014). Et bedre alternativ hadde vært å beregne en ”unlevered” beta som korrigerer for denne effekten. Derfor bør denne sammenligningen gjøres med forsiktighet. Bransjeselskapenes ulike egenkapitalbeta er vist i følgende tabell:

	SalMar	Marine Harvest	Lerøy	Grieg	Norway Royal Salmon
Egenkapitalbeta	0,466	0,526	0,547	1,075	0,46

Tabell 7-3: Egenkapitalbeta for selskapene i bransjeutvalget.

Utenom Grieg er egenkapitalbetaen beregnet for de komparative selskapene til å ligge rundt 0,5. Ettersom vi ikke har den samme innsikten i Grieg som i SalMar, vil vi ikke gå nærmere inn på en mulig forklaring på dette. Vår estimerte egenkapitalbeta for SalMar på 0,4664 synes å være fornuftig ut fra sammenligning med konkurrentene. Et annet sammenligningsgrunnlag er å vurdere opp mot anslag fra for eksempel Dagens Næringsliv, som oppgir estimater på egenkapitalbetaen. Per 1. november 2016 er avisens anslag på egenkapitalbetaen til SalMar på 0,3130 (DN, 2016). Det faktum at Dagens Næringsliv baserer sitt estimat på en kortere analyseperiode på ett år, gjør at vi velger å beholde vårt estimat fra regresjonsanalysen på egenkapitalbetaen til SalMar.

Både Damodaran (2012) og Kaldestad & Møller (2016) omtaler justering av betaen. Litteraturen omtaler empiri som viser at betaen for de fleste selskaper på lang sikt går mot en gjennomsnittlig beta på 1. På bakgrunn av dette justeres egenkapitalbetaen. Vi velger å justere på bakgrunn av formelen til Bloomberg der vårt estimat vektlegges 2/3, mens 1 vektlegges med 1/3 (Damodaran, 2012). Resultatet fra justeringen kan leses i *Tabell 7-4*.

	SalMar	Marine Harvest	Lerøy	Grieg	Norway Royal Salmon	Snitt
Ujustert	0,466	0,526	0,547	1,075	0,460	0,615
<b>Justert</b>	<b>0,644</b>	<b>0,684</b>	<b>0,698</b>	<b>1,050</b>	<b>0,640</b>	<b>0,743</b>

Tabell 7-4: Ujustert og justert egenkapitalbeta for SalMar og bransjen.

Justert egenkapitalbeta er naturlig nok nærmere 1 for alle bransjeselskaper, og følgelig også for bransjesnittet. Det er justert beta som videre vil benyttes for beregninger av egenkapitalkravet. Den nye egenkapitalbetaen for SalMar er nå på 0,644. Dette anslaget vil videre også gjelde for SalMars minoritetsinteresser.

## 7.2.4 Årlig egenkapitalbeta

Beregnet og justert egenkapitalbeta for SalMar på 0,644 utgjør den gjennomsnittlige betaen over analyseperiode. For å kunne beregne årlige historiske avkastningskrav over analyseperioden, trenger vi også egenkapitalbetaen for hvert enkelt år. For å beregne denne bør vi ha nærmere kjennskap til *netto driftsbeta*, *netto finansielle gjeldsbeta* og *netto finansiell gearing*. Netto driftsbeta er i følge *Miller & Modigliani's Proposition 1* konstant over tid. Deres argument for dette er at selskapets verdi er uavhengig av hvordan det er finansiert (Modigliani & Miller, 1958). Dette gjelder så langt det ikke eksisterer krisekostnader. Siden SalMar ikke synes å være i noen finansiell krise virker det rimelig at netto driftsbeta er konstant over tid. Således er kjennskap til netto driftsbeta en viktig determinant for å kunne hjelpe oss med å bestemme årlige egenkapitalbetaer. Tar vi i tillegg hensyn til kapitalstruktur, altså netto finansiell gjeldsbeta og netto finansiell gearing, får vi et anslag på årlig egenkapitalbeta. Beregninger av netto driftsbeta og netto finansiell gjeldsbeta er vist senere i henholdsvis kapittel 7.4 og 7.3. Anslaget på årlige justerte egenkapitalbetaer er presentert i *Tabell 7-5*. Verdt å merke seg fra denne beregningen er at finansiell gearing har størst effekt på endring i egenkapitalbeta.

$$\beta_{EK} = \beta_{NDK} + (\beta_{NDK} - \beta_{NFG}) * \frac{NFG}{EK + MI},$$

der  $\frac{NFG}{EK + MI}$  er netto finansiell gearing

	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Snitt
Netto driftsbeta	0,481	0,481	0,481	0,481	0,481	0,481	0,481
+ ( $\beta_{NDK} - \beta_{NFG}$ )	0,25	0,25	0,15	0,19	0,25	0,24	0,22
* Netto finansiell gearing	1,051	1,062	0,682	0,510	0,586	0,717	0,768
= Årlig justert EK-beta	0,741	0,746	0,580	0,579	0,625	0,651	0,644

Tabell 7-5: Årlig justert egenkapitalbeta for SalMar, 2011-2016T.

## 7.2.5 Illikviditetspremie

Kapitalverdimodellen har som forutsetning at markedet som studeres er ”perfekt”, det vil blant annet si ingen skatt eller transaksjonskostnader (Berk & DeMarzo, 2014). Dette er en forutsetning som i de fleste tilfeller ikke holder, og det er foreslått blant annet av Damodaran

(2012) å ta hensyn til dette når kapitalverdimodellen benyttes ved beregning av krav. Måten dette kan løses på er å legge til en såkalt *illikviditetspremie* som skal reflektere risikoen for at man ikke får omsatt aksjen til full verdi på grunn av svak likviditet i markedet (Knivsflå 2016i). Størrelsen på illikviditetspremien avhenger av faktorer som graden av ”markedssvikt”, innlåsing i den aktuelle aksjen og selskapsspesifikk risiko tilknyttet den aktuelle virksomheten.

Det familieeide holdingselskapet Kverva AS er en dominerende majoritetseier i SalMar, med eierandel på 53,4%. Resterende eierinteresser er i hovedsak små aksjonærer med eierinteresser på under 1%. Dette er aksjonærer som vil ha liten innflytelse på avgjørelser som blir tatt. Således skulle dette tilsi at eierpostene i SalMar har noe lavere turnover og vil være mindre likvide enn for selskaper med mer spredt eierskap. Dette burde tale for å inkludere en illikviditetspremie. På den annen side vil omsetningen av SalMars aksje på Oslo Børs tilsi at aksjen likevel er nokså likvid. SalMar ligger på plass 32 av mest omsatte verdipapir på Oslo Børs for 2015 (Oslo Børs, 2015). Totalt sett mener vi at konsentrert eierskap legger grunnlag for at det bør ilegges en viss illikviditetspremie. Basert på en skjønnsmessig vurdering ut i fra disse forholdene setter vi den til 1%.

I tillegg bør det ilegges en ekstra illikviditetspremie for minoritetseierne. Bakgrunnen for dette kommer av at majoritetens dominans gjør minoriteten mer ”innelåst” og således står overfor en viss fare for å bli overstyr. Denne illikviditetspremien kommer i tillegg til majoritetens illikviditetspremie, og følgelig anslår vi den til å være 2 %.

### 7.2.6 Egenkapitalkrav

Alle parameterne i kapitalverdimodellen er nå diskutert og beregnet, og dermed kan egenkapitalkravet til SalMar over analyseperioden beregnes. Resultatet presenteres i *Tabell 7-6*.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Snitt
Risikofri rente etter skatt	0,018	0,010	0,009	0,008	0,005	0,004	0,009
+ Egenkapitalbeta	0,742	0,648	0,656	0,578	0,626	0,651	0,646
* Markedspremie	0,046	0,046	0,047	0,047	0,048	0,048	0,047
+ Illikviditetspremie	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
= Egenkapitalkrav	0,062	0,049	0,049	0,046	0,045	0,045	0,049

Tabell 7-6: Årlige egenkapitalkrav for SalMar, 2011-2016T.

Tabellen viser at egenkapitalkravet har vært fallende over analyseperioden. Hovedårsaken til denne utviklingen kan i stor grad forklares av fallet i risikofri rente. I tillegg har også svingningene i egenkapitalbeta vært av betydning for variasjonene i egenkapitalkravet. Det er reduksjonen i egenkapitalbetaen som fører til et fall i egenkapitalkravet fra 2011 til 2012. I 2015 har imidlertid egenkapitalbetaen motsatt effekt. En økning i egenkapitalbetaen for 2015 utligner noe av effekten på redusert risikofri rente, slik at den totale endringen i egenkapitalkravet er marginal. Svingningene i egenkapitalbetaen over analyseperioden kan ses i sammenheng med variasjonene i egenkapitalprosent som ble diskutert i kapittel 6.

### 7.2.7 Minoritetskrav

Kravet til minoritet tar utgangspunkt i kravet til egenkapitalen, men det tillegges en ekstra illikviditetspremie for minoritet på 2%, slik det ble argumentert for i avsnitt 7.2.5.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Snitt
Egenkapitalkrav	0,062	0,049	0,049	0,046	0,045	0,045	0,049
+ Illikviditetspremie for minoritet	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020
= Minoritetskrav	0,082	0,069	0,069	0,066	0,065	0,065	0,069

Tabell 7-7: Årlige minoritetskrav for SalMar, 2011-2016T.

## 7.3 Finansielle krav

Krav til netto finansiell gjeld bestemmes etter vekting av finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav (Knivsfå, 2016i). Finansielt gjeldskrav settes av kreditor, mens finansielt eiendelskrav er gitt av eiendelene det investeres i. Videre ser vi nærmere på disse kravene, i tillegg til tilhørende betaer som behøves for beregning av netto driftsbeta. Innsikten benyttes til å beregne netto finansielt gjeldskrav. Formelen under viser sammenhengen mellom kravene.

Netto finansielt gjeldskrav	
$nfgk = fgk * \frac{FG}{NFG} - fek * \frac{FE}{NFG}$	
nfgk = nett finansielt gjeldskrav	NFG = FG – FE = Netto finansiell gjeld
fgk = finansielt gjeldskrav	FG = Finansiell gjeld
fek = finansielt eiendelskrav	FE = Finansielle eiendeler

### 7.3.1 Finansielt gjeldskrav

Finansielt gjeldskrav bestemmes av summen av risikofri rente og kredittrisikopremien til SalMar, og reflekterer kostnaden ved å låne i finansmarkedet (Brealey et al., 2012). Risikofri rente er diskutert i avsnitt 7.2, og det er derfor kredittrisikopremien som her er relevant å anslå. Vi benytter følgende sammenheng:

***Finansielt gjeldskrav etter skatt***

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

Kredittrisikopremien skal reflektere faren for at långiver ikke får tilbakebetalt renter og avdrag. For å finne et anslag på kredittrisikopremien tas det utgangspunkt i syntetisk rating diskutert i avsnitt 6.3, og finner således et anslag på premien ved å benytte *Tabell 7-8*.

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

*Tabell 7-8: Kredittrisikopremie basert på syntetisk rating (Knivsflå, 2016i).*

*Tabell 7-8* er utarbeidet av Knivsflå (2016i), der kredittrisikopremien i hovedsak er utarbeidet på bakgrunn av konkurssannsynlighet og tapsprosent ved konkurs. Vi velger å benytte den *lange kredittrisikopremien* for SalMar på bakgrunn av at den finansielle gjelden i hovedsak består av langsiktige lån. Ettersom langsiktig risiko ofte er større enn kortsiktig risiko, inneholder den lange kredittrisikopremien et tilleggskrav utover den kortsiktige kredittrisikopremien. Med resultatet av syntetisk rating og en lang kredittrisikopremie basert på *Tabell 7-8*, har vi nå alle parameterne til å beregne SalMars finansielle gjeldskrav. Finansielt gjeldskrav etter skatt for det enkelt år kan leses ut av *Tabell 7-9*.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Snitt
<i>Rating</i>	A	BBB	A	A	A	A	A
Risikofri rente etter skatt	0,018	0,010	0,009	0,008	0,005	0,004	0,009
+ Lang kredittrisikopremie	0,010	0,014	0,010	0,010	0,010	0,010	0,011
= Finansielt gjeldskrav (fgk)	0,028	0,024	0,019	0,018	0,015	0,014	0,020

Tabell 7-9: Finansielt gjeldskrav etter skatt, SalMar, 2011-2016T.

Gjennomsnittlig finansielt gjeldskrav etter skatt for SalMar er på 2,0% over analyseperioden. Det innebærer at SalMar har kunnet låne i kredittmarkedet til en gjennomsnittlig rente på 2,0%. Vi ser at kravet har vært fallende, noe som indikerer at SalMars gjeldsfinansiering trolig har skjedd til en lavere kostnad de senere årene relativt til de første årene. Lavt finansielt gjeldskrav kan ses i sammenheng med høy syntetisk rating for SalMar og et lavt rentenivå. Videre sammenligner vi med det SalMar faktisk har betalt i gjeldsrenter, basert på selskapets rapporterte tall. Dette er oppsummert i *Tabell 7-10*. Den viser at betalte gjeldsrenter er høyere enn beregnede krav for alle år. Dette indikerer at finansielt gjeldskrav kan være noe lavt. Dette vil vi ta i betraktning i senere analyser. På den annen side kan avviket forklares med at SalMar har spesielle vilkår, altså covenants, hos kreditor.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016T
Betalt gjeldsrente	0,037	0,040	0,043	0,032	0,029	0,026

Tabell 7-10: Betalt gjeldsrente

### Finansiell gjeldsbeta

Finansiell gjeldsbeta er en viktig faktor i beregning av netto driftsbeta. Denne er beregnet implisitt som forholdet mellom kredittrisikopremien og markedsrisikopremien, og beregningene er vist i *Tabell 7-11*. Verdt å merke seg er at det er antatt *markedsrisikodel* lik 1, som innebærer en antakelse om at kredittrisikopremien i sin helhet kan anses som markedsrelatert. Vi mener denne forenklingen er rimelig da vi får fornuftige anslag på implisitt finansiell gjeldsbeta.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Snitt
Lang kredittrisikopremie	0,010	0,014	0,010	0,010	0,010	0,010	0,011
/ Markedsrisikopremie	0,046	0,046	0,047	0,047	0,048	0,048	0,047
= Finansiell gjeldsbeta	0,217	0,304	0,213	0,213	0,208	0,208	0,227

Tabell 7-11: Finansiell gjeldsbeta.



### 7.3.2 Finansielt eiendelskrav

Kravet til avkastning på finansielle eiendeler beregnes som summen av de vektete kravene til kontanter, fordringer og investeringer. Ettersom de nevnte undergruppene av finansielle eiendeler står overfor ulik risiko, er det fornuftig at de også har ulike avkastningskrav. Formelen under viser sammenhengen.

<i>Finansielt eiendelskrav</i>		
$fek = r_f(1-s) * \frac{KON}{FE} + (r_f(1-s) + krp_{for}) * \frac{FOR}{FE} + (r_f(1-s) * \beta_{inv} * mrp + ilp) * \frac{INV}{FE}$		
<i>FE</i> = finansielle eiendeler	$\beta_{inv}$ = investeringsbeta	<i>KON</i> = kontantdel
$r_f(1-s)$ = risikofri rente etter skatt	<i>mrp</i> = markedsrisikopremie	<i>FOR</i> = fordringsdel
$krp_{for}$ = kredittrisikopremie fordringer	<i>ilp</i> = illikviditetspremie	<i>INV</i> = investeringsdel

Første ledd i formelen utgjør kontantkravet. Vi ser at kontantkravet kun vil være lik risikofri rente etter skatt, siden kontanter er tilnærmet risikofrie. Følgelig forutsettes det at kontantbetaen er lik 0. Andre ledd viser at fordringskravet er lik risikofri rente etter skatt tillagt en kredittrisikopremie. Standard & Poor's har utgitt retningslinjer på rating av fordringer (S&P, 1999). For enkelhets skyld gjør vi en forutsetning og antar en rating på fordringer lik BBB over hele analyseperioden, da dette er den vanligste ratingen blant selskaper på Oslo Børs (Knivsflå, 2016h). I tillegg bruker vi *kortsiktig* kredittrisikopremie da vi forutsetter at det meste av finansielle fordringer er kortsiktige. Kredittrisikopremien på fordringer finner vi fra *Tabell 7-8*. For beregning av fordringsbetaen utgjør den forholdet mellom kredittrisikopremien og markedsrisikopremien.

Tredje ledd viser at investeringskravet er lik risikofri rente etter skatt og en markedsrisikopremie. Her forutsettes det imidlertid at investeringsbetaen er lik 1 og illikviditetspremien 0, noe som kommer av antakelsen om at selskapets finansielle investeringer er veldiversifiserte. Utregningen og vekting er presentert i *Tabell 7-12*.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Snitt
Risikofri rente etter skatt	0,018	0,010	0,009	0,008	0,005	0,004	0,009
* Kontantvekt	0,887	0,899	0,737	0,995	0,923	0,975	0,902
+ (Risikofri rente etter skatt	0,018	0,010	0,009	0,008	0,005	0,004	0,009
+ kort kredittrisikopremie fordringer)	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
* Fordringsvekt	0,102	0,087	0,054	0,005	0,074	0,024	0,058
+ (Risikofri rente etter skatt	0,018	0,010	0,009	0,008	0,005	0,004	0,009
+ Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
* Markedsrisikopremie	0,046	0,046	0,047	0,047	0,048	0,048	0,047
+ Illikviditetspremie)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
* Investeringsvekt	0,012	0,014	0,210	0,000	0,003	0,001	0,040
= Finansielt eiendelskrav	0,019	0,011	0,019	0,008	0,006	0,004	0,011

Tabell 7-12: Finansielt eiendelskrav etter skatt, SalMar, 2011-2016T.

### Finansiell eiendelsbeta

Tabellen 7-13 viser utregningen av finansiell eiendelsbeta, der beregningen er basert på diskusjonen over. I snitt er denne på 0,052.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Snitt
Kontantbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
* (KON/FE) - kontantsvekt	0,887	0,899	0,737	0,995	0,923	0,975	0,902
+ Fordringsbeta	0,217	0,217	0,213	0,213	0,208	0,208	0,213
* (FOR/FE) -fordringsvekt	0,102	0,087	0,054	0,005	0,074	0,024	0,058
+ Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
* (INV/FE) -investeringsvekt	0,012	0,014	0,210	0,000	0,003	0,001	0,040
= Finansiell eiendelsbeta	0,034	0,033	0,221	0,001	0,018	0,006	0,052

Tabell 7-13: Finansiell eiendelsbeta.

### 7.3.3 Netto finansielt gjeldskrav

Etter beregninger av avkastningskravet til finansielle gjeld og finansielle eiendeler, har vi de nødvendige parametre til å beregne SalMars netto finansielle gjeldskrav. Vektingen er basert på *gjennomsnittlig kapital justert for opptjent kapital i året* (Penman, 2013). Bakgrunnen for dette er å få konsistens med utregning av rentabilitet som gjøres i kapittel 8. Teorien rundt kravet til netto finansielt gjeldskrav ble drøftet innledningsvis i avsnitt 7.3, og utregningen presenteres i Tabell 7-14.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Snitt
Finansielt gjeldskrav	0,028	0,024	0,019	0,018	0,015	0,014	0,020
* Gjeldsvekt	1,071	1,065	1,315	1,361	1,125	1,169	1,184
- Finansielt eiendelskrav	0,019	0,011	0,019	0,008	0,006	0,004	0,011
* Eiendelsvekt	0,039	0,024	0,260	0,315	0,095	0,139	0,145
= Netto finansielt gjeldskrav	0,029	0,025	0,020	0,022	0,017	0,016	0,021

Tabell 7-14: Netto finansielt gjeldskrav etter skatt, SalMar, 2011-2016T.

Tabellen viser at netto finansielt gjeldskrav etter skatt har ligget rundet 2%. Imidlertid var kravet i 2011 på 2,9% som er høyere enn i de senere årene. Dette skyldes i hovedsak et høyere krav til finansiell gjeld, noe som trolig kan ses i sammenheng med at kredittinstitusjoner krevde høyere rente på sine utlån i etterkant av finanskrisen.

### Netto finansiell gjeldsbeta

Betaen til netto finansiell gjeld er beregnet ved å vekte finansiell gjeldsbeta og finansiell eiendelsbeta. *Tabell 7-15* viser utregningen.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Snitt
Finansiell gjeldsbeta	0,217	0,304	0,213	0,213	0,208	0,208	0,227
* $FG_{IB}/NFG_{IB}$ – Gjeldsvekt	1,071	1,065	1,315	1,361	1,125	1,169	1,177
- Finansiell eiendelsbeta	0,034	0,033	0,221	0,001	0,018	0,006	0,052
* $FE_{IB}/NFG_{IB}$ – Eiendelsvekt	0,039	0,024	0,260	0,315	0,095	0,139	0,138
= Netto finansiell gjeldsbeta	0,232	0,323	0,222	0,289	0,233	0,243	0,260

*Tabell 7-15: Netto finansiell gjeldsbeta.*

## 7.4 Selskapskrav

Selskapskravet til SalMar analyseres nærmere ved å beregne vektet krav til *netto driftskapital*. Alternativt kunne vi valgt å beregne kravet til sysselsatt kapital. Vektet netto driftskrav beregnes ved å vekte kravet til egenkapital, minoritet og netto finansiell gjeld. Utregningen har tatt utgangspunkt i formelen nedenfor, der alle parameterne er forklart i delkapittel 7.2 og 7.3. Vektingen er også her basert på gjennomsnittlig kapital justert for opptjent kapital gjennom året. Beregningene er vist i *Tabell 7-16*.

$$\text{Netto driftskrav}$$

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

	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Snitt
Egenkapitalkrav	0,062	0,049	0,049	0,046	0,045	0,045	0,049
* Egenkapitalvekt	0,460	0,461	0,561	0,630	0,622	0,571	0,551
+ Minoritetskrav	0,082	0,069	0,069	0,066	0,065	0,065	0,069
* Minoritetsvekt	0,028	0,024	0,033	0,032	0,009	0,011	0,023
+ Netto finansielt gjeldskrav	0,029	0,025	0,020	0,022	0,017	0,016	0,021
* Netto finansiell gjeldsvekt	0,512	0,515	0,405	0,338	0,369	0,418	0,426
= Netto driftskrav	0,045	0,037	0,038	0,038	0,035	0,033	0,038

*Tabell 7-16: Beregninger av netto driftskrav, SalMar, 2011-2016T.*

Tabellen viser at netto driftskrav for SalMar har ligget nokså stabilt rundt 3,5%, dersom vi ser bort fra 2011. Dette er i tråd med *Miller & Modigliani's Proposition 1* (1958) om at selskapsverdien ikke er avhengig av hvordan selskapet er finansiert, slik at netto driftskrav er uavhengig av selskapets finansiering. Følgelig er også netto driftsbeta konstant. Dette kommer av at endring i egenkapitalandel påvirker både gjeldskravet og egenkapitalkravet, der en økning i egenkapitalandel gir laver gjeldskrav og egenkapitalkrav. På grunn av relativt stabilt netto driftskrav har vi grunn til å tro at SalMars driftsrisiko har vært stabil over analyseperioden. Imidlertid kan et gjennomsnittlig netto driftskrav for analyseperioden på 3,8% virke noe lavt. Hovedårsaken til dette skyldes det rekordlave rentenivået vi har hatt de senere årene. Til tross for lave krav velger vi ikke å oppjustere, men stoler på modellen vi har benyttet.

### Netto driftsbeta

Netto driftsbeta beregnes ved å vekte egenkapitalbeta, minoritetsbeta og netto finansiell gjeldsbeta. Alle betaverdiene er diskutert i detalj tidligere i kapitlet, der også det ble forutsatt at minoritetsbetaen er lik egenkapitalbetaen. Som følge av at netto driftsbeta er konstant over tid, viser vi her kun gjennomsnittet av betaene og vektene over analyseperioden. Netto driftsbeta ble også benyttet ved beregninger av årlige egenkapitalbetaer, som vist i avsnitt 7.2.4.

Snitt analyseperiode	
Egenkapitalbeta	0,644
* Egenkapitalvekt	0,551
+ Minoritetsbeta	0,644
* Minoritetsvekt	0,023
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,260
* Netto finansiell gjeldsvekt	0,426
= Netto driftsbeta	0,481

Tabell 7-17: Netto driftsbeta.

## 7.5 Oppsummering av avkastningskrav

De samme beregningene av krav for SalMar er også utført for komparative selskaper, videre oppsummert som *bransjen*. Etersom alle krav beregnet i dette kapitlet vil være sentrale i strategisk lønnsomhetsanalyse i kapittel 8, ser vi det hensiktsmessig å oppsummere beregningene i tabellen under. *Tabell 7-18* presenterer kravene til egenkapital, minoritet, netto finansiell gjeld og netto driftskapital for både SalMar og bransjen.

		2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Snitt
Egenkapitalkrav	SalMar	0,062	0,049	0,049	0,046	0,045	0,045	0,049
	Bransjen	0,060	0,052	0,054	0,055	0,053	0,050	0,054
Minoritetskrav	SalMar	0,082	0,069	0,069	0,066	0,065	0,065	0,069
	Bransjen	0,080	0,072	0,074	0,075	0,073	0,070	0,074
Netto finansielt gjeldskrav	SalMar	0,029	0,025	0,020	0,022	0,017	0,016	0,021
	Bransjen	0,029	0,021	0,016	0,017	0,017	0,016	0,019
Netto driftskrav	SalMar	0,045	0,037	0,038	0,038	0,035	0,033	0,038
	Bransjen	0,050	0,042	0,042	0,041	0,038	0,037	0,041

Tabell 7-18: Oppsummering avkastningskrav for SalMar og bransjen, 2011-2016T.

Av tabellen ser vi at SalMar har et noe lavere egenkapitalkrav enn bransjen, noe som trolig skyldes lavere egenkapitalbeta i gjennomsnitt for SalMar. En lavere egenkapitalbeta kan skyldes en noe høyere tidsvektet egenkapitalprosent for SalMar enn for bransjen: 44% for SalMar og 41% for bransjen. Det samme er naturlig nok også tilfellet for minoritetskravet ettersom dette beregnes på bakgrunn av egenkapitalkravet. Netto finansielt gjeldskrav er høyere hos SalMar enn hos bransjen. En årsak til dette kan være at SalMar har lavere andel finansielle eiendeler enn bransjen.

Netto driftskrav er noe høyere for bransjen enn for SalMar. I neste kapittel benyttes dette kravet i beregninger av strategisk fordel. En rimelig antakelse å gjøre er at netto driftskrav til SalMar er lik netto driftskrav til bransjen. Dette er en fornuftig forenkling siden driften hos SalMar og komparative selskap er tilnærmet lik og man bør dermed ha tilnærmet likt krav. Selskapsspesifikke forskjeller basert på driftsrisiko og kapitalstruktur skal i følge teori ikke ha betydning for driftskravet (Modigliani & Miller, 1958). Imidlertid kan det tenkes at det i praksis likevel vil kunne gi visse forskjeller. Skulle det vise seg at SalMar og bransjen i realiteten har ulikt avkastningskrav relatert til driften vil det trolig kun være et mindre avvik som ikke vil være betydningsfullt for analysen. I videre analyse skiller vi derfor ikke mellom netto driftskrav til SalMar og bransjen, og kaller det kun ”netto driftskrav”. Vi benytter følgelig det beregnede netto driftskravet til SalMar på 3,8%.

## 8. Analyse av lønnsomhet og strategisk fordel

*Rentabilitet* er et forholdstall som måler lønnsomhet uttrykt som prosentvis avkastning på investert kapital (Brealey et al., 2012). Et slikt forholdstall gjør det mulig å sammenligne lønnsomhet over tid og mellom komparative selskap. En investering vurderes ofte som lønnsom dersom rentabilitet overstiger avkastningskravet. Med en slik tilnærming vil også alternativkostnaden bli tatt hensyn til, og følgelig er et rentabilitetstall et bedre mål på lønnsomhet enn et resultatall.

I dette kapitlet vil strategisk fordel tallfestes gjennom *kvantitative* analyser. Underveis vil resultatene bli sammenlignet med funnene fra den strategisk *kvalitative* analysen fra kapittel 4. Kapitlet innledes med en analyse av strategisk fordel, før vi så går nærmere inn på bakenforliggende kilder til dette forholdstallet. Det gjøres her et skille mellom *drift*, *finans* og *gearing*. Disse vil så dekomponeres videre for å få nærmere innsikt i hva som genererer en strategisk fordel eller ulempe. Analysen vil videre gi innsikt i hvorvidt SalMar gjør det bedre eller dårligere enn bransjesnittet. Som drøftet i oppsummeringen av forrige kapittel vil vi benytte samme netto driftskrav for bransjen som for SalMar.

Gjennom dette kapitlet vil vi beregne rentabilitet på bakgrunn av *normalisert nettoresultat* i telleren. Nevneren består av *gjennomsnittlig kapital justert for opptjent kapital gjennom året* (Penman, 2013). Normalisert nettoresultat benyttes fordi normalisert rentabilitet vurderes som mest relevant for budsjettering og fremskriving. For kapitalbasen i nevneren benyttes gjennomsnittlig kapital, ettersom opptjent resultat i første halvår også vil bidra til å generere resultatet for andre halvår. Dette bygger på en implisitt antakelse om at kapitalendringer, for eksempel utbytte, skjer midt i året. I tillegg justeres kapitalen ved å trekke ut opptjent nettoresultat. Formålet med denne fremgangsmåten er å gjøre rentabiliteten om til en *etterskuddsrente* (Penman, 2013). Kapitalbasen er beregnet på samme måte i kapittel 7 for å oppnå konsistens ved at etterskuddsrentabilitet sammenlignes med et etterskuddskrav.

### *Etterskuddsrentabilitet*

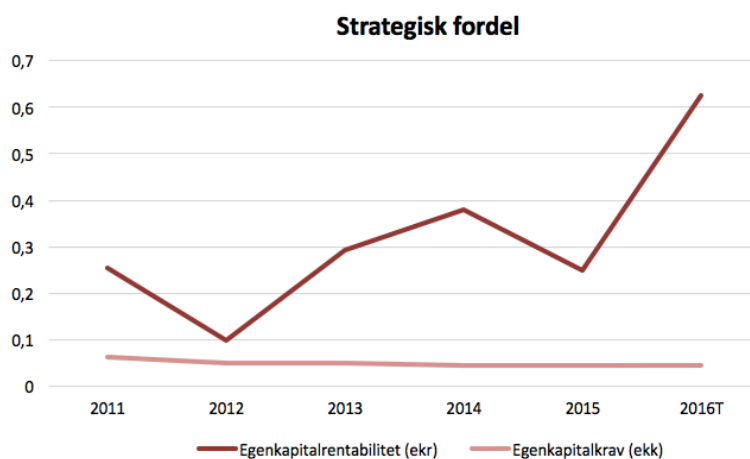
$$\text{Etterskuddsrentabilitet} = \frac{\text{Normalisert nettoresultat til kapitalen}}{IB + \frac{(\Delta \text{ kapital i året} - \text{normalisert nettoresultat})}{2}}$$

## 8.1 Strategisk fordel

Et selskap sies å ha en *strategisk fordel* når egenkapitalrentabiliteten overstiger egenkapitalkravet (Brealey et al., 2012). En slik lønnsomhet benevnes også som en *superrentabilitet*. Egenkapitalrentabiliteten er et forholdstall i prosent som viser selskapets avkastning på egenkapitalen. Vi har beregnet egenkapitalrentabiliteten etter formelen beskrevet innledningsvis. Det innebærer forholdet mellom normalisert nettoresultat til egenkapital og gjennomsnittlig egenkapital justert for opptjent netto egenkapitalresultat gjennom året. Egenkapitalkravet er beregnet i kapittel 7. Egenkapitalrentabilitet og strategisk fordel er oppsummert i *Tabell 8-1* og *Figur 8-1*.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Tidsvektet snitt
<i>Vekter</i>	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	
Egenkapitalrentabilitet (ekr)	0,255	0,097	0,292	0,381	0,250	0,626	0,361
- Egenkapitalkrav (ekk)	0,062	0,049	0,049	0,046	0,045	0,045	0,047
= Strategisk fordel	0,193	0,048	0,243	0,335	0,205	0,581	0,314

Tabell 8-1: Strategisk fordel SalMar.



Figur 8-1: Strategisk fordel SalMar.

Figur 8-1 viser at utviklingen i SalMars egenkapitalrentabilitet har vært svært varierende over analyseperioden. Dette understreker oppdrettsnæringens kjennetegn på at lønnsomheten følger et syklisk mønster. I perioder med lavere laksepriser som i 2012, opplever SalMar en forholdsvis lav egenkapitalrentabilitet. Det motsatte er tilfellet for næringen i bedre tider som 2016T med rekordhøye laksepriser, hvor vi ser en ekstremt høy egenkapitalrentabiliteten. Utviklingen i egenkapitalrentabilitet virker dermed i stor grad å korrelere med lakseprisene.

Videre viser sammenligningen at SalMar har generert superrentabilitet i alle år over analyseperioden. I beregningen av tidsvektet gjennomsnitt har vi valgt å legge mest vekt på senere år fordi vi anser disse årene som mest representative for dagens lønnsomhet på grunn av rask vekst i bransjen. Dette ble også forklart nærmere i innledningen til kapittel 6. Gitt disse vektene har vi beregnet SalMars tidsvektede gjennomsnittlige fordel til å være 31,4 %, som må kunne sies å være relativt høyt og viser god lønnsomhet. Her vil estimert superrentabilitet på 58,1% for 2016 ha stor innvirkningen på tidsvektet gjennomsnitt. Dersom vi utelukker 2016T og vekter resterende periode på nytt, vil det vektete gjennomsnittet bli 22%. Både superrentabilitet på 31,4% og 22% er høyt. Det faktum at lakseprisene er rekordhøye og rentenivået i Norge ikke har vært så lavt på 5000 år, som blant annet Aftenposten (2015) meldte i fjor, gjør at vi velger å benytte våre anslag videre.

Den strategiske fordelen dekomponeres videre for å kunne avdekke hvilke forhold som gir opphav til tidsvektet superrentabilitet på 31,4%. Her gjøres et skille mellom *ekstern bransjefordel* som vil si superrentabilitet felles for alle i bransjen, og *intern ressursfordel* som vil si superrentabilitet som følge av SalMars ressurser. Sammenhengen er som følger:

**Strategisk fordel**

$$ekr-ekk = \underbrace{(ekr_B - ekk)}_{\text{Ekstern bransjefordel}} + \underbrace{(ekr-ekr_B)}_{\text{Intern ressursfordel}}$$

*ekr* = egenkapitalrentabilitet  
*ekk* = egenkapitalkrav  
*ekr<sub>B</sub>* = egenkapitalrentabilitet bransjen

Tabell 8-2 oppsummerer superrentabiliteten til SalMar over analyseperioden, fordelt på bransjefordel og ressursfordel. Vi ser at det er en tidsvektet bransjefordel på 21,5% som er hovedkilden til superrentabilitet. SalMar innehar også interne ressurser som gir dem en tidsvektet fordel på 10%. Vi har nå utført en enkel dekomponering av SalMars strategiske fordel. I det videre vil disse tallene dekomponeres i *drift* og *finans* for å gi dypere innsikt i kildene til fordelene.

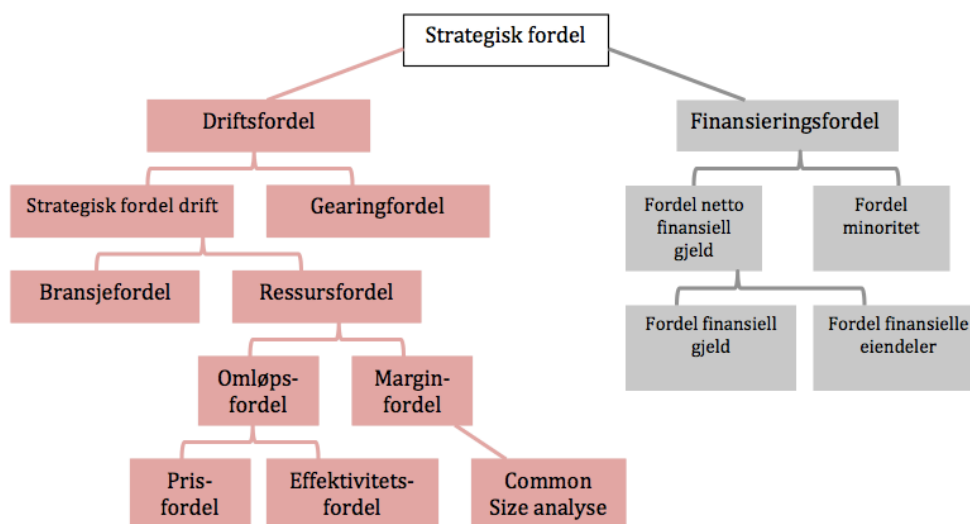
	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Tidsvektet snitt
<b>Vekter</b>	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	
Ekstern bransjefordel	0,097	-0,026	0,153	0,221	0,151	0,431	0,215
+ Intern ressursfordel	0,097	0,074	0,089	0,114	0,054	0,150	0,100
= Superrentabilitet	0,193	0,048	0,243	0,335	0,205	0,581	0,314

Tabell 8-2: Oppsummert strategisk fordel



## 8.2 Rammeverk

I avsnitt 8.1 så vi at SalMar har en tidsvektet superrentabilitet til egenkapital på 31,4%. Videre vil vi dekomponere denne superrentabiliteten i henhold til rammeverket presentert i *Figur 8-2*. Vi benytter rammeverket slik Knivsflå (2016j) presenterer i sitt kurs, der innholdet i stor grad tilsvarer Penmans (2013) rammeverk. Kapittel 8 tar for seg hvert enkelt ledd i rammeverket, og de ulike analysene vil avsløre hva som gir SalMar en strategisk fordel eller ulempe. *Figur 8-2* viser at rammeverket deles i drift og finans, slik det også ble gjort i kapittel 5 ved presentasjon av omgruppert og justert regnskap. Vi tar først for oss driftsfordelene i avsnitt 8.3, finansieringsfordelen blir analysert i avsnitt 8.4 og det hele oppsummeres i avsnitt 8.5. Det vil legges mest vekt på driftsfordelen fordi det i utgangspunktet forventes at driftsfordelen utgjør den største delen av strategisk fordel. Videre vil vi forvente at fordel generert av finansieringen er tilnærmet lik null. Dette fordi det antas at finansmarkedet er effisient og det dermed er vanskelig å oppnå unormal avkastning på finansieringen (Berk & DeMarzo, 2014).



*Figur 8-2: Rammeverk over strategisk lønnsomhetsanalyse. Fritt etter Knivsflå (2016j).*

## 8.3 Driftsfordel

Dekomponeringen starter med å analysere driftsfordelen til SalMar. Som nevnt i avsnitt 8.2 forventes den største delen av strategisk fordel å relatere seg til driften. Vi ser av formelen at driftsfordelen består av *strategisk fordel drift* og en *gearingfordel*.

$$DF = \underbrace{(ndr-ndk)}_{\text{Strategisk fordel drift}} + \underbrace{(ndr-ndk) * (nfgg+mig)}_{\text{Gearingfordel}}$$

$ndr = \text{netto driftsrentabilitet}$      $nfgg = \text{netto finansiell gjeldsgrad}$   
 $ndk = \text{netto driftskrav}$          $mig = \text{minoritetsgrad}$

Strategisk fordel drift er en *ren* driftsfordel som mer spesifikt er forskjellen mellom netto driftsrentabilitet og netto driftskrav. Netto driftsrentabilitet vil si den prosentvise avkastningen som netto driftseiendeler generere. Netto driftskrav ble beregnet i kapittel 7. En gearingfordel innebærer at finansieringen benyttes til å skalere den strategiske fordel. Gearingfordelen kan relateres både til drift og finans, ettersom finans brukes til å gire opp driften. Her anser vi gearingfordelen å være driftsrelatert, siden driften er den underliggende kilden. Likevel vektlegges *strategisk fordel drift* i den videre analysen, ettersom dette er den *rene* driftsfordelen.

### 8.3.1 Strategisk fordel drift

I videre analyse av strategisk driftsfordel fokuseres det på forholdet mellom netto driftsrentabilitet og netto driftskrav. I *Tabell 8-3* vises beregningen for årlig strategisk fordel drift for SalMar.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Tidsvektet snitt
<i>Vekter</i>	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	
Netto driftsrentabilitet (ndr)	0,134	0,068	0,206	0,258	0,170	0,374	0,232
- Netto driftskrav (ndk)	0,045	0,037	0,038	0,038	0,035	0,033	0,036
= Strategisk fordel drift	0,088	0,031	0,168	0,220	0,135	0,341	0,196

*Tabell 8-3: Strategisk fordel drift SalMar.*

Tidsvektet snitt viser at SalMars netto driftseiendeler generer en ren driftsfordel på 19,6% gjennom analyseperioden, noe som må kunne sies å være tilfredsstillende. Vi ser imidlertid at den rene driftsfordelen er høyest for inneværende år som baserer seg på trailing av årsregnskapet. Skulle det eksempelvis vise seg at vi har overvurdert nettoresultatet eller undervurdert netto driftseiendeler for inneværende år, vil tidsvektet gjennomsnitt for analyseperioden bli noe lavere. Basert på vår analyse virker SalMar å ha en solid driftsfordel. Videre vil vi analysere SalMars rene driftsfordel ved å dekomponere som vist i formelen på neste side. Vi ser første nærmere på bransjefordel før vi går nærmere inn på ressursfordel.

$$\begin{aligned}
 & \textbf{Strategisk fordel drift} \\
 & ndr - ndk = \underbrace{(ndr_B - ndk)}_{\text{Bransjefordel}} + \underbrace{(ndr - ndr_B)}_{\text{Ressursfordel}} \\
 & ndr = \text{netto driftsrentabilitet} \quad \quad \quad ndk = \text{netto driftskrav}
 \end{aligned}$$

### 8.3.1.1 Bransjefordel

Bransjefordel er forskjellen mellom netto driftsrentabilitet i bransjen og netto driftskrav. Måltallet forteller således hvor stor andel av ren driftsfordel som er felles for alle selskapene i bransjen. *Tabell 8-4* viser ren driftstilknyttet bransjefordel over analyseperioden.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Tidsvektet snitt
<i>Vekter</i>	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	
Netto driftsrentabilitet bransje ( $ndr_B$ )	0,116	0,032	0,158	0,176	0,125	0,285	0,170
- Netto driftskrav ( $ndk$ )	0,045	0,037	0,038	0,038	0,035	0,033	0,036
= Bransjefordel drift	0,070	-0,005	0,120	0,137	0,090	0,252	0,134

*Tabell 8-4: Bransjefordel SalMar.*

Bransjefordelen utgjør et tidsvektet gjennomsnitt på 13,4%. Det betyr at største del av ren driftsfordel på 19,6% kan relateres til forhold felles for alle selskapene i bransjen, noe som er i samsvar med hva vi fant i ekstern strategisk analyse i kapittel 4. Bransjefordelen er forøvrig positiv i alle år, bortsett fra en marginal bransjeulempe i 2012. Forhold som kan forklare bransjefordelen over analyseperioden er høye laksepriser som gir høyere netto driftsresultat, som igjen fører til høyere netto driftsrentabilitet. Samtidig vil et lavt rentenivå medføre lavere netto driftskrav. I 2016 har vi opplevd både høy laksepris og lave renter, noe som trolig kan være en del av forklaringen bak den høye bransjefordelen estimert for 2016. Samtidig var lakseprisene på sitt laveste i analyseperioden i 2012, da bransjen hadde en driftsulempe. En annen faktor som kan ha innvirkning på bransjefordelen er betydelige inngangsbarrierer til oppdrettsnæringen, som konsesjonssystemet. Dette ble diskutert nærmere i kapittel 4.

### 8.3.1.2 Ressursfordel

Ressursfordel betyr at SalMar innehar viktige interne ressurser som utnyttes effektivt slik at de oppnår en fordel relativt til bransjen (Lien et al., 2016). Ressursfordelen kan oppstå på to måter: rentabilitetsfordel og driftskravfordel. Førstnevnte innebærer at SalMar har høyere netto driftsrentabilitet enn bransjen, mens netto driftskravfordel tilsier at SalMar har lavere

netto driftskrav enn bransjen. Som diskutert i kapittel 7, antas likt netto driftskrav for bransjen og SalMar, slik at vi kun vil fokusere på rentabilitetsfordelen i den videre analysen. Rentabilitetsfordelen blir derfor referert til som ressursfordel i det følgende. *Tabell 8-5* presenterer ressursfordelen til SalMar.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Tidsvektet
<i>Vekter</i>	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	<b>snitt</b>
Netto driftsrentabilitet (ndr)	0,134	0,068	0,206	0,258	0,170	0,374	0,232
- Netto driftsrentabilitet bransjen (ndr <sub>B</sub> )	0,116	0,032	0,158	0,176	0,125	0,285	0,170
= Ressursfordel drift	0,018	0,036	0,048	0,083	0,045	0,089	0,062

*Tabell 8-5: Ressursfordel SalMar.*

Tabellen viser at SalMar har hatt en ressursfordel over hele analyseperioden, og at tidsvektet gjennomsnitt er på 6,2%. Tatt i betraktning deres bransjefordel på 13,4%, ser vi at meste av den strategiske driftsfordelen kan tilskrives forhold i bransjen. Det kan likevel være to grunner til at SalMar oppnår en ressursfordel. Enten har de særegne ressurser som bransjen ikke har tilgang til, eller så har SalMar de samme ressursene som bransjen, men evner å utnytte ressursene mer effektivt enn bransjen. I den strategiske analysen i kapittel 4 fant vi ingen fremtredende eller varige ressursfordeler. Vi fant derimot et midlertidig fortrinn tilknyttet InnovaMar. At ressursfordelen ikke utgjør mer enn 6,2% kan stemme godt med resultatet fra kapittel 4. I det videre ser vi nærmere på hva som ligger bak ressursfordelen ved å dekomponere den i en marginfordel og en omløpsfordel. Formelen nedenfor viser denne sammenhengen.

$$\begin{aligned}
 & \textbf{Ressursfordel} \\
 & (ndr - ndr_B) = \underbrace{(ndm - ndm_B) * onde}_{\text{Marginfordel}} + \underbrace{(onde - onde_B) * ndm_B}_{\text{Omløpsfordel}} \\
 & \textit{onde} = \textit{omløp netto driftseiendeler} \quad \textit{onde}_B = \textit{omløp netto driftseiendeler Bransjen} \\
 & \textit{ndm} = \textit{netto driftsmargin} \quad \textit{ndm}_B = \textit{netto driftsmargin Bransjen}
 \end{aligned}$$

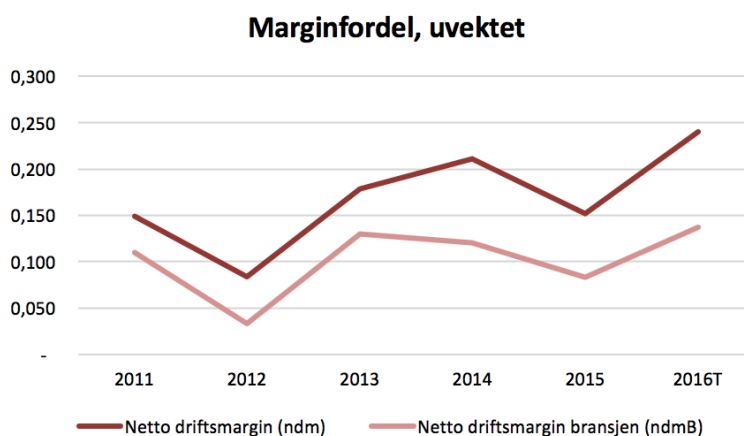
### **Marginfordel**

Marginfordelen måles som differansen mellom SalMar og bransjens netto driftsmargin, vektet med SalMars omløp til netto driftseiendeler. Netto driftsmargin er derfor underliggende årsak til marginfordelen. Den beregnes som *netto driftsresultat i forhold til driftsinntekter* og er et mål på lønnsomhet. *Tabell 8-6* viser marginfordelen til SalMar over

analyseperiode, mens *Figur 8-3* viser grafisk forholdet mellom netto driftsmargin hos SalMar og bransjen.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Tidsvektet snitt
<i>Vekter</i>	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	
Netto driftsmargin (ndm)	0,149	0,083	0,179	0,211	0,152	0,240	0,183
- Netto driftsmargin bransjen (ndm <sub>B</sub> )	0,109	0,033	0,130	0,120	0,083	0,137	0,107
= Marginfordel, uvektet	0,040	0,050	0,049	0,091	0,069	0,103	0,076
* omløp netto driftseiendeler (onde)	0,896	0,818	1,152	1,222	1,119	1,555	1,212
= Marginfordel	0,036	0,041	0,056	0,112	0,077	0,160	0,096

Tabell 8-6: Marginfordel SalMar.



Figur 8-3: Forholdet mellom netto driftsmargin, SalMar og bransjen.

Tabell 8-6 viser at SalMar har hatt en marginfordel i forhold til bransjen over hele analyseperioden, med et tidsvektet snitt på 9,6%. Det betyr at SalMar har hatt lavere driftskostnader per driftsinntektskrone relativt til selskapene i bransjen. *Figur 8-3* viser samtidig at marginfordelen hos SalMar og bransjen har fulgt samme trend, og at det har vært store svingninger over analyseperioden. Dette har sammenheng med at de opererer i en sykliske bransje, som tidligere omtalt. I tillegg har SalMar for det meste konsentrert sine anlegg i Midt-Norge, som kan gi en marginfordel som følge av stordriftsfordeler. Marginfordelen synes således å følge samme trend som netto driftsresultat, med høyest marginfordel for inneværende år hvor vi også har estimert det høyeste netto driftsresultatet for analyseperioden. En common size-analyse vil kunne gi oss en dypere innsikt i marginfordelen. I det følgende vil vi presentere resultatet av en slik analyse for SalMar og bransjen.

## Common Size-analyse

I en *common size-analyse* uttrykkes alle postene i netto driftsresultatet som prosent av driftsinntekter (Penman, 2013). På denne måten blir hver linje standardisert og størrelsesfaktoren elimineres slik at det blir lettere å sammenligne SalMars tall med bransjen. Common size-analysen vil avsløre hvorvidt SalMar har en kostnadsfordel relativt til bransjen, og hva slags driftsresultat hver inntektskrone gir. Analysen vil følgelig forklare mer detaljert opphavet til SalMars anslåtte marginfordel. Resultatene fra analysen er oppsummert i *Tabell 8-7*.

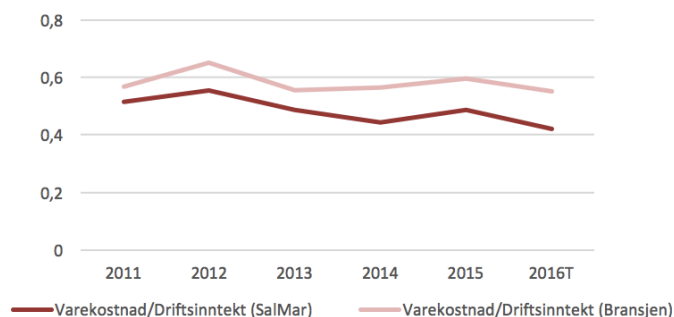
	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Tidsvektet snitt	Bransjen	Avvik
Vekter	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %			
Driftsinntekter	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	0
- Varekostnader	<b>0,516</b>	<b>0,553</b>	<b>0,488</b>	<b>0,442</b>	<b>0,486</b>	<b>0,421</b>	<b>0,470</b>	<b>0,576</b>	- <b>0,106</b>
- Lønnskostnad	0,102	0,115	0,100	0,099	0,105	0,092	0,100	0,114	- 0,013
- Andre driftskostnader	<b>0,184</b>	<b>0,211</b>	<b>0,174</b>	<b>0,159</b>	<b>0,174</b>	<b>0,155</b>	<b>0,170</b>	<b>0,137</b>	<b>0,034</b>
- Avskrivninger	0,034	0,040	0,035	0,038	0,042	0,038	0,039	0,037	0,002
= Driftsresultat egen virksomhet	0,163	0,081	0,203	0,262	0,194	0,294	0,221	0,137	0,084
- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	0,040	0,020	0,049	0,064	0,047	0,072	0,054	0,039	0,015
= Netto driftsresultat i egen virksomhet	0,124	0,061	0,153	0,198	0,146	0,222	0,167	0,098	0,069
+ Nettoresultat fra driftstilknyttede virksomheter	0,026	0,022	0,025	0,013	0,005	0,018	0,016	0,009	0,007
= Netto driftsresultat	0,149	0,083	0,179	0,211	0,152	0,240	0,183	0,107	0,076

Tabell 8-7: Common size-analyse, tidsvektet snitt, SalMar og bransjen.

Common size-analysen avdekker at hovedkilden til marginfordelen hos SalMar relaterer seg til varekostnadene ved at SalMars varekostnader utgjør en mindre andel av driftsinntektene enn hva tilfellet er for bransjeselskapene. Samtidig ser vi også at SalMar har en kostnadsfordel relatert til lønnskostnadene, mens andre driftskostnader og avskrivninger medfører kostnadsulempe for SalMar relativt til bransjen. Siden kostnadsfordelene oppveier kostnadsulempene, viser analysen at SalMar har lavere kostnader sammenlignet med komparative selskaper. Videre kan det være interessant å studere disse kostnadspostene mer i detalj ved å se på utviklingen over tid for å kunne si noe om utviklingstrekk. Siden det kun er en marginal kostnadsfordel eller -ulempe relatert til henholdsvis lønnskostnader og avskrivninger, ser vi det ikke hensiktsmessig å studere disse postene i dybden. Mest hensiktsmessig for utredningens formål er å studere *varekostnader* og *andre driftskostnader* nærmere for SalMar og bransjen gjennom en tidsserieanalyse.

### Varekostnader

Figur 8-4 viser utviklingen i varekostnad som andel av driftsinntekt for SalMar og bransjen over analyseperioden.



Figur 8-4: Varekostnad som andel av driftsinntekt for SalMar og bransjen.

Av analysen ser vi at SalMar har hatt lavere varekostnad som andel av driftsinntekt over hele analyseperioden sammenlignet med bransjen. Således har SalMar hatt en varig marginfordel. Dette kan virke rimelig ut i fra vår innsikt fra kapittel 2 og kapittel 4. SalMars høyteknologiske anlegg for slaktning og foredling, InnovaMar, kan ha bidratt til mindre svinn og bedre utnyttelse av varer i produksjonen, noe som samlet sett gir lavere varekostnader (Norsk Fiskerinæring, 2016). I tillegg vil det faktisk at andre oppdrettere i Midt-Norge kjøper slakteri- og foredlingstjenester av SalMar, gjøre at SalMar utnytter kapasiteten på anlegget. Dette innebærer samtidig at komparative selskaper vil kunne få høyere varekostnader enn SalMar, gitt en viss innkalkulert fortjenestemargin. SalMar har selv uttrykt at kostnadslederskap er ett av deres hovedmål. Det kan tillegges at den marginale kostnadsfordelen relatert til lønnskostnader trolig også kan tilskrives InnovaMar for eksempel gjennom mer automatiserte prosesser. Det er på den annen side usikkert hvorvidt denne fordelingen vil vedvare i fremtiden, da konkurrenter har mulighet til å etablere lignende effektive anlegg.

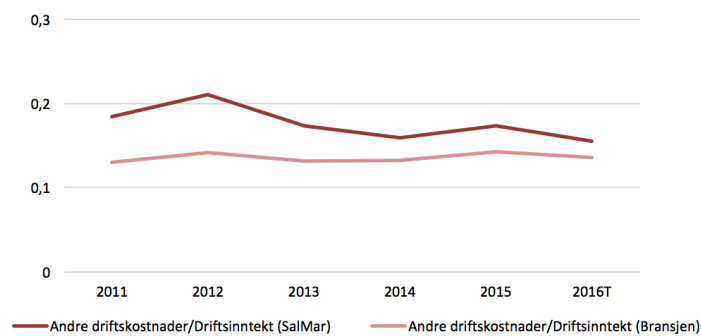
Figuren viser også at varekostnadens andel av driftsinntekter har vært forholdsvis stabil over analyseperioden for både SalMar og bransjen. Også dette kan ses i sammenheng med vår strategiske analyse, der vi så at det er en viss konkurranse mellom forleverandørene som bidrar til å holde prisene nede og relativt stabile. Siden vi finner at den absolutte tallverdien av varekostnadene øker i gode tider med høye laksepriser, kan det tenkes at leverandørene også tar høyere priser på sine varer i disse tidene. Således kaprer også leverandørene noe av gevinsten. Vi konkluderte i kapittel 4 med at trusselen fra leverandører er lav. Med ny innsikt fra common size-analysen, kan det være like rimelig at den i stedet er moderat.

Høyteknologiske produksjonsanlegg er imidlertid noe komparative selskaper i fremtiden ganske enkelt kan investere i, og følgelig kan marginfordelen tenkes å reduseres på sikt. Det

at SalMar, i følge dem selv, har vært blant de ledende selskapene i bransjen innen forskning på teknologiske løsninger, kan imidlertid også bety at de i fremtiden vil kunne utvikle løsninger som gir dem en kostnadsfordel relativt til bransjen.

#### *Andre driftskostnader*

Andre driftskostnader er en sekkepost bestående av kostnader til blant annet leie, vedlikehold og forskning. Utviklingen i andre driftskostnader relativt til driftsinntekter er vist i følgende figur:



Figur 8-5: Andre driftskostnader som andel av driftsinntekt for SalMar og bransjen.

Figur 8-5 viser at SalMar har hatt en kostnadsulempe relatert til andre driftskostnader over analyseperioden. Imidlertid synes kostnadsulempen å være fallende, hvilket kan tyde på at SalMar har utlignet noe av bransjens fordel. Manglende spesifisering i selskapenes årsrapporter gjør det vanskelig å kunne si med sikkerhet hva kostnadsulempen hos SalMar skyldes. En mulig forklaring kan knyttes til at en stor andel av SalMars oppdrettsanlegg har vært konsentrert i områder som er plaget av lakselus. Følgelig kan det tenkes at en betydelig andel av andre driftskostnader er blitt brukt til bekjempelse av lakselus. En annen kilde kan være at SalMar i løpet av de siste årene har investert betydelige summer i forskning og utvikling. I fremtiden kan imidlertid dette være positivt. I tillegg kan det tenkes at selskapene har ulik praksis for regnskapsføring der det kan være noe tilfeldig hvilke poster som havner i en sekkepost, slik som *Andre driftskostnader*. Følgelig er det noe usikkerhet ved kostnadsulempen. Totalt sett kan det utgjøre et faresignal at SalMar har en vedvarende kostnadulempe relatert til andre driftskostnader, men at ulempen er redusert de siste årene er positivt.

#### **Oppsummering marginfordel**

Tabell 8-8 oppsummerer marginfordelen til SalMar ved at det for hver post er beregnet avvik mellom SalMar og bransjensnittet. Til slutt finner vi SalMars marginfordel ved å multiplisere tidsvektet gjennomsnitt for hver post med omløpet til netto driftseiendeler.



Hovedårsaken til SalMars marginfordel på 9,6% kan forklares av lavere varekostnader relativt til komparative selskap. En marginulempe relatert til andre driftskostnader kan være et faresignal, men det faktum at ulempen har vært fallende virker positivt.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Tidsvektet snitt	Tidsvektet onde	Marginfordel
<b>Vekter</b>	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %			
Driftsinntekter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	1,212	0,000
- Varekostnader	-0,052	-0,097	-0,068	-0,122	-0,110	-0,129	-0,106	1,212	-0,129
- Lønnskostnad	-0,014	-0,016	-0,016	-0,012	-0,011	-0,014	-0,013	1,212	-0,016
- Andre driftskostnader	0,054	0,069	0,042	0,026	0,031	0,019	0,034	1,212	0,041
- Avskrivninger	-0,003	0,000	0,000	0,004	0,003	0,002	0,002	1,212	0,002
= Driftsresultat egen virksomhet	0,016	0,045	0,042	0,104	0,087	0,121	0,084	1,212	0,102
- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	-0,003	0,009	0,004	0,019	0,017	0,024	0,015	1,212	0,019
= Netto driftsresultat i egen virksomhet	0,019	0,035	0,038	0,085	0,070	0,098	0,069	1,212	0,084
+ Nettoresultat fra driftstilknyttede virksomheter	0,021	0,015	0,011	0,006	-0,001	0,005	0,007	1,212	0,008
= Netto driftsresultat	0,040	0,050	0,049	0,091	0,069	0,103	0,076	1,212	0,096

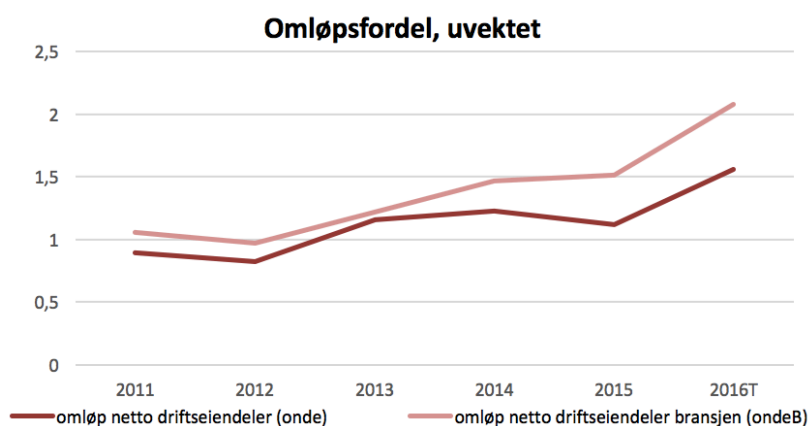
Tabell 8-8: Oppsummering marginfordel.

## Omløpsfordel

Omløpsfordelen beregnes som differansen mellom SalMar og bransjens omløp til netto driftseiendeler, vektet med bransjens netto driftsmargin. Underliggende årsak til fordelene er omløpet til netto driftseiendeler, som er *driftsinntekter per krone investert* og et mål på effektivitet. Tabell 8-9 og Figur 8-6 oppsummerer omløpsfordelen til SalMar.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Tidsvektet snitt
<b>Vekter</b>	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	
omløp netto driftseiendeler (onde)	0,896	0,818	1,152	1,222	1,119	1,555	1,212
- omløp netto driftseiendeler bransjen (onde <sub>B</sub> )	1,057	0,967	1,217	1,464	1,511	2,074	1,521
= Omløpsfordel, uvektet	-0,161	-0,149	-0,065	-0,241	-0,392	-0,520	-0,309
* netto driftsmargin bransjen (ndm <sub>B</sub> )	0,109	0,033	0,130	0,120	0,083	0,137	0,107
= Omløpsfordel	-0,018	-0,005	-0,008	-0,029	-0,032	-0,071	-0,034

Tabell 8-9: Omløpsfordel SalMar.

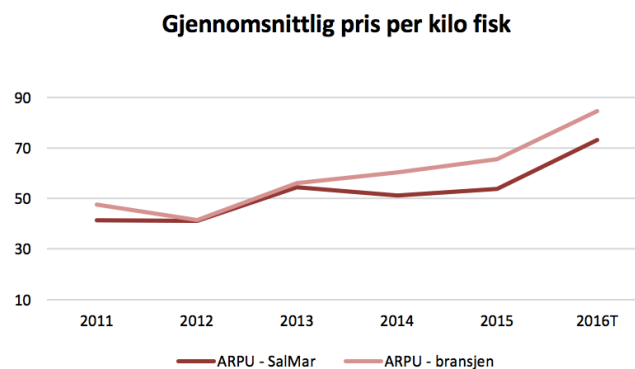


Figur 8-6: Forholdet mellom omløp netto driftseiendeler, SalMar og bransjen

Vi ser av Tabell 8-9 at SalMar har hatt en tidsvektet omløpsulempe på 3,4% gjennom analyseperioden. Det innebærer at bransjen har evnet å generere høyere driftsinntekter per

krone investert i netto driftseiendeler relativt til SalMar. Et ytterligere faresignal finner vi ved å studere *Figur 8-6* som viser at forskjellene har vært tiltagende de siste årene. For å kunne drøfte årsaken til SalMars omløpsulempe dekomponerer vi omløpet til netto driftseiendeler i en *prisfordel* og en *effektivitetsfordel*. Volumanslagene for slaktet fisk som benyttes er hentet fra selskapenes respektive årsrapporter for det enkelte år. For 2016T har vi imidlertid måttet foreta en trailing basert på slaktet volum for første halvår 2016 og siste halvår 2015 for å finne et beste estimat for inneværende år. Totalt antall tonn slaktet fisk for bransjen består i hovedsak av laks, da denne arten står for majoriteten av selskapenes produksjon, og det er dette volumslaget som i hovedsak er omtalt i årsrapportene. Følgelig er ikke volumtallene som rapporteres av bransjen helt konsistente, da det rapporteres ulikt med hensyn på fiskeart og slaktevolum versus solgt volum. Det vil derfor være noe usikkerhet heftet ved prisfordelen.

ARPU er en forkortelse for *Average Revenue Per Unit*. I dette tilfellet betyr det gjennomsnittlig laksepris per kilo. Det beregnes som forholdet mellom driftsinntekter og antall kilo slaktet laks. *Figur 8-7* viser forskjellen i den gjennomsnittlige prisen til SalMar og bransjen.

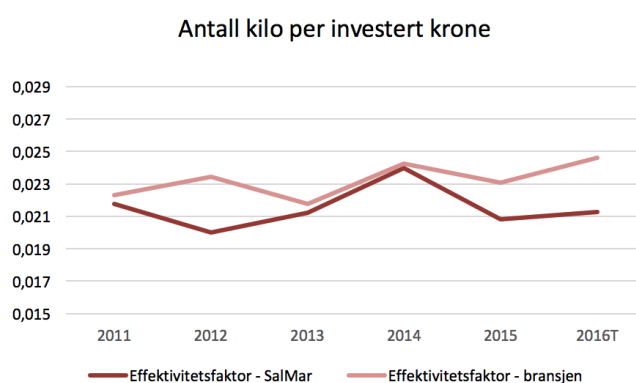


*Figur 8-7: Forskjell i gjennomsnittlig pris, SalMar og bransjen.*

Over hele analyseperioden har SalMar hatt en *prisulempe* relativt til bransjen. Det ser vi ved at SalMar oppnår lavere driftsinntekt per kilo slaktet fisk enn bransjen. Tidligere har vi drøftet at laks kan anses som et homogent produkt og følgelig skulle det ikke forventes noen prisforskjell mellom oppdrettsselskapene. Det kan imidlertid stilles spørsmål ved hvorvidt det er rimelig å anta at laksemarkedet er et frikonkurransemarked. Innsikt i bransjen fra kapittel 2 og kvalitativ strategisk analysen fra kapittel 4 kan bidra til forståelse av prisulempen. En hovedforklaring kan ligge i at SalMar i mindre grad enn konkurrentene

videreforedler sine produkter. Videreforedling kan gi opphav til opplevd høyere kvalitet hos konkurrentenes produkter, hvilket kan føre til høyere pris. En annen forklaring kan relatere seg til at SalMar har spesialisert seg på oppdrett av laks i motsetning til konkurrenter som har et bredere produktspekter. Det kan tenkes at konkurrenter oppnår høyere pris per kilo på andre produkter enn laks.

Videre ser vi på effektivitetsfaktorene til SalMar og bransjen. Dette beregnes som antall kilo slaktet laks i forhold til netto driftseiendeler. Forskjellene mellom disse måltallene kan avsløre en *effektivitetsfordel*. Figuren under viser forskjellen mellom SalMar og bransjen.



Figur 8-8: Forskjell i effektivitetsfaktor, SalMar og bransjen.

Det er positivt når et selskap evner å produsere større volum for et gitt investeringsnivå, og følgelig vil et høyt forholdstall være positivt. Figuren viser derimot at SalMar har en effektivitetsulempe relativt til bransjen. Med tanke på det effektive produksjonsanlegget InnovaMar, kan en ulempe virke som et lite intuitivt resultat. En mulig forklaring på effektivitetsulempen kan være selskapets store satsning på forskning og utvikling de senere årene. Dette har medført store kapitalbindinger, uten at det ennå har gitt utslag i økt produksjonsvolum. Havmerdene er et eksempel på et slikt forskningsprosjekt, men disse er ennå ikke satt i kommersiell drift. Dette kan forklare noe av effektivitetsulempen til SalMar.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Tidvektet snitt
<b>Vekter</b>	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	
* Prisfordel (ARPU), uvektet	-6,194	-0,298	-1,604	-9,359	-11,769	-11,225	-8,200
* Effektivitetsfaktor, SalMar	0,022	0,020	0,021	0,024	0,021	0,021	0,022
* Netto driftsmargin bransjen (ndm <sub>B</sub> )	0,109	0,033	0,130	0,120	0,083	0,137	0,107
= Prisfordel (ARPU), vektet	-0,015	0,000	-0,004	-0,027	-0,020	-0,033	-0,020
= Effektivitetsfordel, uvektet	-0,001	-0,003	-0,001	0,000	-0,002	-0,003	-0,002
* ARPU bransjen	47,410	41,264	55,937	60,327	65,487	84,317	64,404
* Netto driftsmargin bransjen (ndm <sub>B</sub> )	0,109	0,033	0,130	0,120	0,083	0,137	0,107
= Effektivitetsfordel, vektet	-0,003	-0,005	-0,004	-0,002	-0,012	-0,039	-0,014
= Omløpsfordel	-0,018	-0,005	-0,008	-0,029	-0,032	-0,071	-0,034

Tabell 8-10: Oppsummering av omløpsfordel.

Tabell 8-10 viser at SalMar har totalt sett en omløpsulempe relativt til bransjen på 3,4%. Denne består av en prisulempe på 2% og en effektivitetsulempe på 1,4%. Ser vi bort i fra estimatet for trailingåret 2016T, hvor det ligger usikkerhet både i estimatet på driftsinntekt og slaktet volum, ser vi at både pris- og effektivitetsulempen har vært forholdsvis stabil for SalMar. Dette tyder på at omløpsulempen også vil opptre noe inn i fremtiden.

### 8.3.2 Gearingfordel drift

Gearing vil si i hvilken grad netto driftseiendeler er finansiert med netto finansiell gjeld (Penman, 2013). Dette vil føre til at strategisk driftsfordel blir giret opp, og det kan være en fordel med en viss grad av gjeldsfinansiering. Formelen under viser at minoritetsinteressene også kan medføre en viss gearingfordel. Formelen viser videre at gearing eller gjeldsgraden beregnes som størrelsen på netto finansiell gjeld eller minoritetsinteresser i forhold til egenkapitalen (Penman, 2013). Dette betyr at valg mellom egenkapital- og gjeldsfinansiering vil kunne ha betydning for størrelsen på den totale driftsfordelen.

$$\begin{aligned}
 &\textbf{Gearingfordel drift} \\
 &Gearingfordel = (ndr - ndk) * (nfgg + mig) \\
 &nfgg = \frac{\text{Netto finansiell gjeld (NFG)}}{\text{Egenkapital (EK)}} \\
 &mig = \frac{\text{Minoritetsinteresser (MI)}}{\text{Egenkapital (EK)}}
 \end{aligned}$$

Som tidligere vist har SalMar en strategisk fordel i drift over hele analyseperioden. Det burde tilsi at det er fordelaktig med høy gearing slik at de øker samlet driftsfordel ytterligere. Vi ser av Tabell 8-11 at dette er tilfellet da SalMar over analyseperioden har en gjennomsnittlig gearingfordel på 13,9%.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Tidsvektet snitt
<i>Vekter</i>	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	
Strategisk fordel drift (ndr - ndk)	0,088	0,031	0,168	0,220	0,135	0,341	0,196
* Netto finansiell gjeldsgearing (nfgg)	1,11	1,12	0,72	0,54	0,59	0,73	0,714
+ Strategisk fordel drift (ndr - ndk)	0,09	0,03	0,17	0,22	0,13	0,34	0,196
* Minoritetsgearing (mig)	0,06	0,05	0,06	0,05	0,01	0,02	0,036
= Gearingfordel drift	0,104	0,036	0,131	0,129	0,082	0,256	0,139

Tabell 8-11: Gearingfordel drift SalMar.

Det er imidlertid viktig å bemerke at selv om gearingfordelen øker driftsfordelen, vil den ikke skape verdier for eierne (Penman, 2013). Det kommer av at økt gjeldsgrad medfører økt risiko tilknyttet egenkapitalen, hvilket resulterer i høyere avkastningskrav fra eierne. Det motsatte vil være tilfellet i perioder med negativ strategisk driftsfordel, da gearing vil redusere driftsfordelen ytterligere og svak lønnsomhet forsterkes. Følgelig må det gjøres en avveining mellom gearing og risiko.

### 8.3.3 Oppsummering av driftsfordel

Tabell 8-12 presenterer oppsummering av den totale driftsfordelen til SalMar over analyseperioden. Som vi har sett skyldes strategisk driftsfordel i hovedsak fordeler felles for hele bransjen. Marginfordelen til SalMar veier opp for omløpsulempen, og gir en positiv ressursfordel. Vi har sett at marginfordelen i stor grad skyldes at SalMar har lavere varekostnad som andel av driftsinntekt enn bransjen. Ettersom SalMar over hele analyseperioden har hatt en strategisk fordel i driften, er det positivt at de girer driften slik at de øker den samlede driftsfordel ytterligere. Bransjefordel på 13,4%, ressursfordel på 6,2% og gearingfordel 13,9% har ført til at SalMar har en tidsvektet gjennomsnittlig driftsfordel over analyseperioden på 33,4%. Analysen tyder dermed på at SalMars drift er svært tilfredsstillende.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Tidsvektet snitt
<i>Vekter</i>	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	
Bransjefordel	0,070	-0,005	0,120	0,137	0,090	0,252	0,134
Marginfordel	0,036	0,041	0,056	0,112	0,077	0,160	0,096
+ Omløpsfordel	-0,018	-0,005	-0,008	-0,029	-0,032	-0,071	-0,034
= Ressursfordel	0,018	0,036	0,048	0,083	0,045	0,089	0,062
= Strategisk fordel drift	0,088	0,031	0,168	0,220	0,135	0,341	0,196
+ Gearingfordel drift	0,104	0,036	0,131	0,129	0,082	0,256	0,139
= Driftsfordel	0,192	0,067	0,299	0,349	0,217	0,597	0,334

Tabell 8-12: Oppsummering av driftsfordel.

## 8.4 Finansieringsfordel

Finansieringsaktiviteter kan i likhet med drift være en kilde til et selskaps strategiske fordel. I dette delkapittelet gjøres derfor en gjennomgang av selskapets finansieringsfordel. Finansieringsfordel oppstår dersom finansielt gjelds krav er høyere enn betalt gjeldsrente eller dersom minoritetskravet er høyere enn minoritetsrenten. Disse vektet så med henholdsvis netto finansiell gjeldsgrad og minoritetsgrad (gearingen) for å komme frem til selskapets finansieringsfordel. Selskapet kan altså oppnå finansieringsfordel tilknyttet netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser. Sammenhengen er som vist under.

$$\begin{aligned}
 & \textbf{Finansieringsfordel} \\
 & \text{Finansieringsfordel} = \underbrace{(nfgk - nfggr) * nfgg}_{\text{Fordel netto finansiell gjeld}} + \underbrace{(mik - mir) * mig}_{\text{Fordel minoritet}} \\
 & nfgk = \text{netto finansielt gjeldskrav} \qquad \qquad \qquad mik = \text{minoritetskrav} \\
 & nfggr = \text{netto finansiell gjeldsrente} \qquad \qquad \qquad mir = \text{minoritetsrente} \\
 & nfgg = \text{netto finansiell gjeldsgrad} \qquad \qquad \qquad mig = \text{minoritetsgrad}
 \end{aligned}$$

I utgangspunktet antas det at finansmarkedet er effisient og at investorer kan forvente å oppnå en rentabilitet som ligger omtrent rundt kravet til långiverne. Følgelig er det å forvente at finansieringsfordelen er tilnærmet null. Små forskjeller kan likevel oppstå. Derfor analyseres finansieringsfordelen tilknyttet netto finansiell gjeld ved å dekomponere den til finansiell gjeld og finansielle eiendeler, før vi avslutningsvis tar for oss finansieringsfordelen tilknyttet minoritetsinteresser.

#### 8.4.1 Fordel netto finansiell gjeld

Finansieringsfordel relatert til netto finansiell gjeld utgjør forskjellen mellom finansieringsfordelen for finansiell gjeld fratrukket finansieringsfordelen til finansielle eiendeler, vektet med netto finansiell gjeldsgrad. Sammenhengen er gitt ved følgende formel:

$$\begin{aligned}
 & \textbf{Finansieringsfordel netto finansiell gjeld} \\
 & = (nfgk - nfggr) * nfgg = \underbrace{(fgk - fgr) * fgg}_{\text{Finansiell gjeldsfordel}} + \underbrace{(fer - fek) * feg}_{\text{Finansiell eiendelsfordel}} \\
 & fgk = \text{finansielt gjeldskrav} \qquad \qquad \qquad fer = \text{finansiell eiendelsrentabilitet} \\
 & fgr = \text{finansiell gjeldsrente} \qquad \qquad \qquad fek = \text{finansielt eiendelskrav} \\
 & fgg = \text{finansiell gjeldsgrad} = \frac{\text{Finansiell gjeld}}{\text{Egenkapital}} \qquad \qquad \qquad feg = \text{finansiell eiendelsgrad} = \frac{\text{Finansielle eiendeler}}{\text{Egenkapital}}
 \end{aligned}$$

Sammenhengen presentert over viser at SalMar kan oppnå finansieringsfordel tilknyttet netto finansiell gjeld på to måter. Enten ved å betale en lavere rente enn kravet til finansiell gjeld eller ved å oppnå en meravkastning utover kravet for finansielle eiendeler. Følgelig vil vi se nærmere på finansieringsfordelen relatert til finansiell gjeld og finansielle eiendeler hver for seg, før vi oppsummerer den totale finansieringsfordelen til netto finansiell gjeld. For nærmere beskrivelse av de ulike parameterne for krav vises det til kapittel 7. Innledningsvis i kapittel 8 ble det beskrevet hvordan vi i dette kapitlet har beregnet rentabilitet ved å bruke gjennomsnittlig kapital gjennom året justert for opptjent kapital. For å oppnå konsistens benyttes samme metode for beregning av gearing i det følgende.

## Finansiell gjeld

Tabell 8-13 viser at SalMar har en gjennomsnittlig finansieringsulempe tilknyttet finansiell gjeld på 1,2% over analyseperioden. Dette indikerer at de har betalt mer enn kravet og at finansieringen har vært ulønnsom for SalMars eiere.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Tidsvektet
Vekter	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	snitt
Finansielt gjeldskrav (fgk)	0,028	0,024	0,019	0,018	0,015	0,014	0,018
- Finansiell gjeldsrente (fgr)	0,030	0,038	0,042	0,034	0,027	0,026	0,031
= Finansiell gjeldsrentefordel	-0,003	-0,015	-0,023	-0,015	-0,011	-0,012	-0,014
* Finansiell gjeldsgrad (fgg)	1,194	1,189	0,950	0,729	0,668	0,855	0,848
= Finansieringsfordel finansiell gjeld	-0,003	-0,018	-0,022	-0,011	-0,007	-0,010	-0,012

Tabell 8-13: Finansieringsfordel finansiell gjeld.

Finansieringsulempen kan skyldes at finansielt gjeldskravet er satt for lavt, noe vi også påpekte i forbindelse med estimering av kravet i kapittel 7. Der ble det også vist at *faktiske* betalte renter overgår kravet. Det kan for eksempel tenkes at kredittrisikopremien er satt for lavt, hvilket igjen kan skyldes at finansinstitusjonene har gitt SalMar en lavere syntetisk rating enn A. En annen mulig forklaring kan være at finansiell gjeld i balansen er undervurdert slik at finansiell gjeldsrente blir overvurdert. Undervurderingen av finansiell gjeld kan skyldes at gjeld er klassifisert som ikke-rentebærende når den reelt sett er rentebærende. Uavhengig av hva finansieringsulempen skyldes er det rimelig å forvente at den over tid vil bortfalle. Det faktum at gjeldsrenteulempen har blitt noe mindre gjennom analyseperioden underbygger dette. Finansieringsulempen på 1,2 % vurderes som relativt lav og bekrefter således antakelsen om at det typisk vil være vanskelig å oppnå unormal avkastning i et effisient finansmarked. Det er på lengre sikt rimelig å forvente at konkurranse mellom bankene vil kunne medføre at SalMars gjennomsnittlige finansielle gjeldsrente vil falle slik at den blir tilnærmet lik finansielt gjeldskrav. Eventuelt vil gjeldskravet øke mot gjeldsrenten. Følgelig vil finansiell gjeldsulempe gradvis gå mot null.

## Finansielle eiendeler

En tidsvektet finansieringsfordel tilknyttet finansielle eiendeler på 0,0% bekrefter antakelsen om at det er vanskelig å oppnå unormal avkastning i et effisient finansmarked. Av tabellen under ser vi videre at finansieringsfordelen har vært forholdsvis stabil over analyseperioden og følgelig kan forventes å være null også i fremtiden.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Tidsvektet snitt
<b>Vekter</b>	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	
Finansiell eiendelsrentabilitet (fer)	0,045	0,034	0,013	0,011	0,011	0,008	0,014
- Finansielt eiendelskrav (fek)	0,019	0,011	0,019	0,008	0,006	0,004	0,009
= Finansiell eiendelsrentefordel	0,026	0,023	-0,006	0,002	0,005	0,003	0,005
* Finansiell eiendelsgrad (feg)	0,043	0,027	0,188	0,169	0,056	0,102	0,106
= Finansieringsfordel finansielle eiendeler	0,001	0,001	-0,001	0,000	0,000	0,000	0,000

Tabell 8-14: Finansieringsfordel finansielle eiendeler.

### Netto finansiell gjeld

Basert på beregningene av finansieringsfordel ved finansiell gjeld og finansielle eiendeler, får vi en finansieringsulempe for netto finansiell gjeld over analyseperioden på 1,2%. Hele ulempen skyldes at kravet til finansiell gjeld er mindre enn betalt gjeldsrente. Det vil si at SalMar trolig har en for ”dyr” gjeldsfinansiering. Resultatet er oppsummert i *Tabell 8-15*.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Tidsvektet snitt
<b>Vekter</b>	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	
Netto finansielt gjeldkrav (nfgk)	0,029	0,025	0,020	0,022	0,017	0,016	0,019
- Netto finansiell gjeldrente (nfgg)	0,031	0,040	0,052	0,042	0,029	0,029	0,036
= Netto finansiell gjeldsfordel	-0,002	-0,015	-0,032	-0,020	-0,012	-0,013	-0,017
* Netto finansiell gjeldsgrad (nfgg)	1,115	1,117	0,722	0,535	0,594	0,731	0,714
= Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	-0,002	-0,017	-0,023	-0,011	-0,007	-0,010	-0,012

Tabell 8-15: Finansieringsfordel netto finansiell gjeld.

### 8.4.2 Minoritetsfordel

Minoritetsinteressene vil kunne utgjøre en finansieringsfordel dersom avkastningskravet er større enn rentabiliteten, slik at minoriteten er med på å dele eventuelle økonomiske tap i datterselskap. Analysen kommer derimot frem til en tidsvektet gjennomsnittlig finansieringsulempe på 0,8%. Dette betyr at majoriteten må dele overskuddet med minoritetsinteressene. Minoritetsinteressene er således en ulempe i gode tider og en fordel i dårlige tider. Resultatet fra analysen er oppsummert i *Tabell 8-16*.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Tidsvektet snitt
<b>Vekter</b>	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	
Minoritetskrav (mik)	0,082	0,069	0,069	0,066	0,065	0,065	0,067
- Minoritetsrentabilitet (mir)	0,021	0,115	0,628	0,122	0,444	0,385	0,339
= Minoritetskravfordel	0,061	-0,046	-0,559	-0,057	-0,379	-0,320	-0,271
* Minoritetsgrad (mig)	0,060	0,052	0,059	0,051	0,014	0,019	0,036
= Finansieringsfordel minoritet	0,004	-0,002	-0,033	-0,003	-0,005	-0,006	-0,008

Tabell 8-16: Finansieringsfordel minoritet.

### 8.4.3 Oppsummering av finansieringsfordel

Finansieringsfordelen er oppsummert i *Tabell 8-17*. Den totale finansieringsfordelen er på -2%. Det vil si at SalMar har en finansieringsulempe. Ved dekomponering ble det avdekket



at dette skyldes en finansiell gjeldsulempe på 1,2% og en minoritetsulempe på 0,8%. Forklaringen bak dette er at SalMar har betalt en rente som er større enn de respektive kravene, og således har for ”dyr” gjeld. Dette betyr nødvendigvis ikke at SalMar ikke bør finansiere sin drift med finansiell gjeld eller ha minoritetsinteresser. Finansieringsulempen utgjør en liten andel. En forenkling kunne vært gjort ved å sette *finansieringsfordel lik 0*, ut i fra resonnementet om et effisient marked. At vi finner små ulemper tilknyttet finansieringen, underbygger denne antakelsen. Det kan derfor være rimelig at den holder i fremtiden, og følgelig vil vi ta hensyn til dette i neste kapittel.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Tidsvektet snitt
<i>Vekter</i>	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	
Netto finansielt gjeldskrav (nfgk)	0,029	0,025	0,020	0,022	0,017	0,016	0,019
- Netto finansiell gjeldrente (nfgr)	0,031	0,040	0,052	0,042	0,029	0,029	0,036
= Netto finansiell gjeldsfordel	-0,002	-0,015	-0,032	-0,020	-0,012	-0,013	-0,017
* Netto finansiell gjeldsgrad (nfgg)	1,115	1,117	0,722	0,535	0,594	0,731	0,714
= Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	-0,002	-0,017	-0,023	-0,011	-0,007	-0,010	-0,012
Minoritetskrav (mik)	0,082	0,069	0,069	0,066	0,065	0,065	0,067
- Minoritetsrentabilitet (mir)	0,021	0,115	0,628	0,122	0,444	0,385	0,339
= Minoritetskravfordel	0,061	-0,046	-0,559	-0,057	-0,379	-0,320	-0,271
* Minoritetsgrad (mig)	0,060	0,052	0,059	0,051	0,014	0,019	0,036
= Finansieringsfordel minoritet	0,004	-0,002	-0,033	-0,003	-0,005	-0,006	-0,008
= Finansieringsfordel	0,002	-0,019	-0,056	-0,014	-0,012	-0,016	-0,020

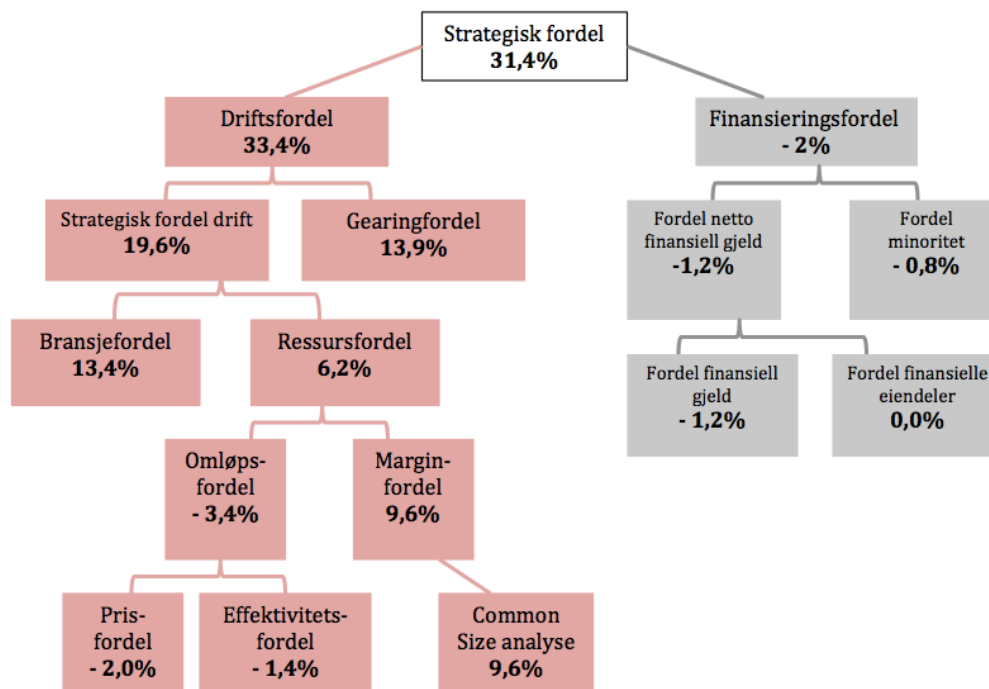
Tabell 8-17: Oppsummering av finansieringsfordel for SalMar.

## 8.5 Oppsummering av strategisk fordel

Analysen av strategisk fordel viser at SalMar over analyseperioden har en tidsvektet superrentabilitet på 31,4%. Dette må kunne sies å være svært tilfredsstillende med tanke på lønnsomhet. Av dette utgjør driftsfordelen 33,4%, mens finansieringsulempen reduserer den noe med 2%. Vår antagelse om finansieringsfordel tilnærmet null viser seg således å være rimelig. Analyse av driftsfordel viser på sin side at det meste av fordelene kan tilskrives forhold felles for bransjen. Ved å koble kvantitativ analyse i dette kapitlet med strategisk analyse fra kapittel 4, bidrar det til en bedre forståelse av underliggende kilder til driftsfordelen. Kapittel 4 viste blant annet at SalMar per i dag ikke synes å inneha ressurser som kan føre til varig konkurransefortrinn. Følgelig er det rimelig at det meste av ren driftsfordel på 19,6% skyldes forhold felles for bransjen. Politisk satsningsvilje på forskning og utvikling, og betydelige inngangsbarrierer vedrørende konsesjonssystemet trekkes frem som mulige forklaringer. I tillegg har høye laksepriser og et lavt rentenivå hatt stor positiv innvirkning på bransjens lønnsomhet den senere tiden.

Intern ressursfordel på 6,2% skyldes i stor grad at SalMar relativt til bransjen har lavere varekostnad som andel av driftsinntekt. Det høyteknologiske produksjonsanlegget InnovaMar er en mulig forklaring som følge av mindre svinn og bedre utnyttelse av varer i produksjon. Dette virker også rimelig sett i lys av strategisk analyse, der det ble konkludert med en midlertidig fordel for nevnte ressurs. Som følge av ingen varige ressursfordeler kan vi forvente at intern ressursfordel reduseres i fremtiden. Innsikt i historiske forhold vil derfor spille en viktig rolle for å si noe om fremtidsutsiktene. I det videre vil analysen fra dette kapittelet være sentralt når det i de to neste kapitler skal utarbeides fremtidsregnskap og fremtidskrav.

Avslutningsvis oppsummeres resultatene fra de ulike analysene i samme figur som presentert under avsnitt 8.2 for å gi en god oversikt over resultatene.



Figur 8-9: Oppsummering av strategisk fordel for SalMar.

## 9. Fremtidsregnskap

Formålet med dette kapitlet er å utarbeide et budsjett, eller et *fremtidsregnskap* som skal benyttes i verdsettelsen. Vi vil utarbeide fremtidige prognoser for resultatregnskapet, balansen og kontantstrømmen til SalMar. Penman (2013) peker på viktigheten av informasjon utover regnskapstallene når et fremtidsregnskap skal utarbeides. Derfor vil innsikten fra de kvalitative analysene og bakgrunnsinformasjonen om laksenæringen også være et viktig grunnlaget for beregningene av fremtidsregnskapet. Beregninger av *fremtidskrav* presenteres i kapittel 10.

### 9.1 Rammeverk

Fremtidsregnskapet til SalMar vil i stor grad baseres på de historiske regnskapsanalysene som er gjennomført i de foregående kapitlene. Det er ulike syn på hvorvidt historiske tall er et godt grunnlag for å kunne si noe om den fremtidige veksten. Penman (2013) forankrer den fremtidige veksten i den historiske trenden i større grad enn det Damodaran (2013) gjør. Damodaran peker på at det ofte er ”støy” som vil påvirke vekstratene, for eksempel oppkjøp eller sykliske effekter, og som derfor vil vanskeliggjøre en korrekt estimering. Penman (2013) erkjenner på sin side dette, men fokuserer mer på vanskeligheten med en *varig* eller *bærekraftig* vekst, og påpeker at det uansett er stor usikkerhet rundt fremtidige veksttall. Beregningene vil derfor skjønnsmessig justeres ut i fra dypere innsikt fra kvalitativ analyse der det er vurdert hensiktsmessig.

Utarbeidelsen av fremtidsregnskapet vil ta utgangspunkt i rammeverket til Knivsflå (2016k). Dette rammeverket har mange likheter med Penmans (2013) fremgangsmåte. Følgende steg vil gjennomgås:

- Steg 1: Valg av budsjettorisont, detaljnivå og teknikk for fremskriving.
- Steg 2: Analyse av driftsinntektsvekst
- Steg 3: Analyse av andre budsjett drivere
- Steg 4: Presentasjon av fremtidsregnskap, -balanse og –kontantstrøm.

I første steg avklares tre faktorer som er viktige for analysen. Deretter vil driftsinntektsveksten bli analysert grundig, før en mindre analyse gjøres av de andre budsjett driverne. Avslutningsvis gjøres en oppsummering og samlet resultat blir presentert.

## 9.2 Valg av budsjetthorisont, detaljnivå og teknikk for fremskriving

### 9.2.1 Valg av budsjetthorisont

Budsjett*horisonten* vil si perioden fra 2017 til år  $T$ , der  $T$  står for *Tidshorisont*. Etter år  $T$  antar vi at perioden går inn i en fase med konstant vekst kalt ”steady state”. Dette forklares nærmere i delkapittelet om driftsinntektsvekst. Koller et al. (2010) presiserer at budsjetthorisonten må være lang nok for å kunne nå ”steady state”. Dette innebærer en lang nok horisonten slik at selskapet oppnår en vekstrate som ikke overgår vekstraten i verdensøkonomien. Dette fordi en større rate vil kunne gi en selskapsverdi som er urealistisk høy relativt til verdensøkonomien. Koller et al. (2010) setter en anbefaling på 10 til 15 år. For sykliske bransjer kan budsjetthorisonten med fordel være lenger. Penman (2013) går mer i retningen av det enkle og mer presise, og anbefaler en kortere periode. I tillegg vil det faktisk at SalMar er underlagt IFRS, og følgelig har verdibasert måling og et relativt høyt detaljnivå i sine rapporter, føre til at en kortere periode kan være rimelig. Kaldestad & Møller (2016) støtter på sin side Koller et al. sitt syn, og presiserer at i mange sammenhenger kan en 10-årsperiode være hensiktsmessig selv om det kan medføre upresise prognoser.

Med bakgrunn i dette velger vi en budsjetthorisont på 10 år. Følgelig er  $T=2026$ , mens 2027 og 2018 er to år inn i steady state. Ettersom laksenæringen er en syklisk bransje mener vi horisonten bør være på minst 10 år. Samtidig vil vi ikke strekke den for langt, slik at vi unngår upresise prognoser. Følgelig vil år 2017 til år 2028 være vår budsjettperiode, som inkluderer to år inn i steady state.

### 9.2.2 Valg av detaljnivå

Med valg av detaljnivå menes hvorvidt ulike enkeltposter i regnskapet og balansen skal predikeres samlet eller separat. Valget har falt på et lavt detaljnivå, i tråd med hva Palepu et al. (2013) argumenterer for. Årsaker er at det i større grad gir rom for nøyere vurdering av antakelsene som gjøres, i stedet for at mye tid går med til hvert prognosetall. I tillegg er det valgt en lang tidshorisont, noe som gir rom for å velge et lavere detaljnivå.

### 9.2.3 Valg av teknikk for fremskriving

Prognosene som settes er knyttet til ulike *budsjett drivere*. Hvilke typer drivere som er viktigst kan variere fra bransje til bransje, men felles er ofte driftsinntektene (Palepu et al., 2013). Driftsmargin er en annen viktig driver. Vi vil benytte historisk regnskapsinformasjon til å utarbeide driverne, der vi beregner hva disse har vært historisk over vår analyseperiode. Deretter vil vi benytte innsikt fra den strategiske analysen til å prognostisere fremtidig vekst. Der vi finner det hensiktsmessig vil vi følgelig overstyre prognosen dersom kvalitativ innsikt tilsier det. Fordi det ikke er mulig å hevde noe med sikkerhet om fremtiden, vil det være vesentlige usikkerhet heftet ved vår prognose. Usikkerheten vil være større jo lengre inn i fremtiden de er gjeldende, og følgelig vil de første årenes prognose være mer presise enn de siste årene i budsjettperioden. Usikkerhet ved verdsettelsen vil bli analysert i kapittel 11.

## 9.3 Analyse av driftsinntektsvekst

Driftsinntektsveksten er den viktigste driveren for vekst fordi den avgjør størrelsen på selskapet i fremtida, og er dermed grunnlaget for de andre driverne (Palepu et al., 2013). Derfor vil det legges mest vekt på diskusjon rundt denne driveren. Først vil vi se nærmere på den historiske utviklingen i driftsinntektsveksten for SalMar og bransjen. Deretter gjøres en fremtidsanalyse av driveren.

*Figur 9-1* viser utviklingen i driftsinntektsveksten for SalMar i budsjettperioden 2017 til 2028, slik vi har prognostisert den. Resonnement og begrunnelser følger i diskusjonen under.



*Figur 9-1: Driftsinntektsveksten for SalMar over analyse- og budsjettperioden.*

Ved betraktningen av fremtidsutsiktene til SalMar finner vi det hensiktsmessig å dele diskusjonen inn i *kort sikt*, *mellomlang sikt*, *lang sikt* og *”steady state”*. Generelt vil vekst på

kort sikt avhenge av bransjeveksten og intern vekst i SalMar (Penman, 2013). På lengre sikt vil de makroøkonomiske trendene få større betydning for veksten til selskapet. Det er særlig to forhold som har betydning for driftsinntektsveksten: vekst i lakseprisene og vekst i produksjonsvolumet.

### **Driftsinntektsvekst på kort sikt**

*Kort sikt* avgrenses til perioden 2017 til 2018. Dette fordi det er enklere å si noe konkret om hva som kommer til å skje to år frem i tid. I følge prognoser fra Fish Pool (2016) vil forwardprisene holde seg relativt høye i denne perioden. Lakseprisen per 7. November 2016 er i følge Fish Pool (2016) på NOK 61,90 per kilo. Prisene per fjerde kvartal 2017 er forventet å ligge på NOK 63,70 per kilo, mens for hele 2018 er det prognostisert en liten nedgang med en forwardpris på NOK 59,50 per kilo. For 10 år siden var prisene nede på NOK 26 per kilo, skriver Norsk Fiskerinæring (2016), og dermed må selv 2018-nivået betraktes som fortsatt høyt. Dette taler for at driftsinntektsveksten på kort sikt holdes på tilnærmet samme nivå.

Hva angår volum på kort sikt er dette betinget av både politiske og miljømessige faktorer, samt konkurranseforholdene. Selv om regjeringen gir uttrykk for store ambisjoner for oppdrettsbransjen, opprettholdes et relativt rigid konsesjonssystem av ulike årsaker. Det er ikke å forvente at det blir store endringer i systemet på kort sikt, da kapasiteten langs kysten og miljømessige faktorer er interesseområder som må ivaretas. Lakselus har ført til nedslakting hos SalMar tidligere i 2016. Det er rimelig å forvente at en revolusjonerende løsning av lakselusproblematikken lar vente på seg, og at slike hendelser kan være en trussel på kort sikt (Adressa, 2016). Nedslaktingen kan få konsekvenser for salgsvolumet i år 2017, mens det er usikkert hvilke konsekvenser det vil få i 2018. På den annen side vil utviklingsprosjektene for havmerder indikere at volumet vil øke, men dette gjelder trolig ikke på en kort horisont på to år da prosjektet ennå er i utviklingsfasen. Hva gjelder konkurranseforholdene er det forventet vekst i markeder som Nederland, Storbritannia og USA (Norges Sjømatråd, 2016). Det kan dog være noe usikkerhet tilknyttet vekstmarkedene. Politiske sjokk som den nyvalgte presidenten i USA og Brexit i juni 2016, førte til fall på børsene og usikkerhet rundt verdenshandelen. På den annen side vil trolig ikke disse situasjonene gi store utslag på en toårshorisont. Totalt sett taler forholdene for at driftsinntektene vil opprettholdes på kort sikt, med fortsatt høye laksepriser og relativt uendret volum.

---

### **Driftsinntektsvekst på mellomlang sikt**

*Mellomlang sikt* avgrenses her til perioden 2019 til 2023. Basert på forwardpriser forventer Fish Pool (2016) en nedgang til NOK 44 per kilo laks for fjerde kvartal i 2021. Dette er fem år frem i tid og så langt kontraktene per i dag er gjeldende. At det forventes et fall i prisene er naturlig tatt volatiliteten i betraktning. I disse forwardprisene er det trolig også tatt hensyn til effekter i fremtiden.

Som vi ser forventer Fish Pool i sine femårsprognoser en laksepris i intervallet 44,00 til 63,70 kr per kilo, mens dagens produksjonskostnader ligger på rundt 35 kr per kilo (iLaks, 2016). I kapittel 2 diskuterte vi at det er rimelig å betrakte laks som et homogent produkt. I et frikonkurransemarked vil man forvente at prisen på homogene varer på lang sikt gradvis vil presses ned mot marginalkostnad. Vi ser at produksjonskostnadene er vesentlig lavere enn forventede fremtidige priser, og dette kan styrke vår forventning om et fall i lakseprisen. Det kan imidlertid stilles spørsmål ved om det er rimelig å anse oppdrettsnæringen som et rent frikonkurransemarked blant annet som følge av produksjonsbegrensninger. Konesjonssystemet vil kunne sette en demper på tilbudet av norsk laks og dermed kunne bidra til at lakseprisen holder seg over marginalkostnaden til tross for at produktet anses som en standardvare.

Forskningen på havmerdene tilsier en forventning om større virkning på volum i denne perioden. SalMar skriver i sin tredjekvartalsrapport for 2016 som ble publisert 16. november at de har som mål å kunne foreta første utsetting av fisk i havmerdene i tredje kvartal 2017 (SalMar, 2016). De sier videre at dersom de lykkes, vil det kunne ha et stort potensial for hele næringen. Dette vil bety at slakteklar laks kan forventes rundt år 2020. Videre vil nok ikke teknologien tas i bruk i stor skala før etter 2020, fordi utviklingen trolig må godkjennes og testes fullt ut. Dette støttes av at utviklingstillatelsene er gitt for en periode på 7 år (SalMar, 2016). Følgelig vil en volumpåvirkning la vente på seg. Det er også naturlig i en innfasingsperiode av nye merder at gamle merder langs kysten fortsatt vil være i bruk. Følgelig vil det kunne være problemer med lakselus også i fremtiden, som kan påvirke volumet negativt. Dette underbygges av SalMar som skriver i sin rapport at de forventer også i fremtiden økte kostnader som følge av skade og bekjempelse av lakselus.

De politiske faktorene, som ble nevnt under avsnittet om kort sikt, vil i denne perioden kunne gjøre seg gjeldende. Politiske avgjørelser som fattes i den kortsiktige tidsperioden vil kunne tre i kraft på mellomlang sikt. Eksempelvis kan det få positive konsekvenser for

handelen med Kina. Dersom USA øker tollbarrierene på varer importert fra Kina, vil dette kunne svekke tilliten mellom disse to landene, og Kina vil kunne se til Europa etter nye handelsavtaler. På den annen side vil det kunne få negative konsekvenser for eksport til det amerikanske markedet dersom USA i fremtiden vil opptre mer proteksjonistisk. Hvorvidt dette er sannsynlige scenarioer vil komme an på gjennomslagskraften til politikken, men også hvorvidt dette er i tråd med internasjonale handelsavtaler.

I Norge vil vi trolig på mellomlang sikt forvente at konsesjonssystemet i stor grad er uendret, men at virkningene fra havmerdprosjektene vil kunne føre til økt volum i slutten perioden. I en mellomlang tidsperiode vil det totalt sett kunne forventes at vi ser en liten reduksjon i prisene, mens volumet vil øke noe. Følgelig predikerer vi et fall i driftsinntektsveksten frem til 2021, før den deretter antas å øke igjen med en lineær vekst i slutten av perioden.

### **Driftsinntektsveksten på lang sikt**

*Lang sikt* avgrenses til perioden 2024 til 2025. Det er generelt krevende å skulle si noe om denne perioden som er nesten ti år frem i tid. Det vil det være større usikkerhet rundt estimatene jo lenger inn i fremtiden de er gjeldende. Fish Pool rapporterer ingen forwardpriser for denne perioden. På grunn av den volatile trenden til lakseprisene vil det kunne forventes at prisene er på veg mot en ny høykonjunktur, da vi på mellomlang sikt forventet en nedgang i prisene. Dette drar også i retning av at det ikke er rimelig å anse laksenæringen som et frikonkurransemarked, da prisnivået ligger over dagens marginalkostnad. Marginalkostnaden kan forutsettes ikke å øke markant i fremtiden på grunn av effektivisering og forbedring av teknologi.

På den annen side kan forventningene til volumet tilsi at prisene vil være på et lavt nivå, da vi i denne perioden trolig vil se et stort volumøkning som en følge av at de nye havmerkene mest sannsynlig har blitt kommersialisert og inntektsgenererende. Som en følge av dette kan det forventes at konsesjonssystemet vil endres og tilpasses en ny teknologisk æra innen oppdrettsbransjen. Det er likevel ikke rimelig å sette en forutsetning om at bransjen vil være fri for problemer i fremtiden tilknyttet sitt havbruk. Svakheter ved de nye anleggene kan avdekkes fremover i tid og nye miljøproblemer kan dukke opp. Viser det seg at havmerkene er vellykket vil det føre til optimisme, også i Fiskeridepartementet som vil kunne øke sitt samarbeid med laksenæring for å nå sine produksjonsmål for 2050. På bakgrunn av dette anser vi det rimelig at veksten på lang sikt vil gå i retning av steady state og stabilisere seg.



### Driftsinntekstveksten i steady state

Den siste perioden som betraktes her er *steady state*. Det vil si år 2026 som er vår horisont T og fremover. Med steady state menes en stabilisert likevekt med konstante verdier (Jones, 2014). Her vil det ikke være hensiktsmessig å predikere pris og volum, men heller basere vurderingen på forventninger om den generelle veksten i verdensøkonomien. Vi mener det er fornuftig å betrakte veksten i verdensøkonomien, i motsetning til kun den norske veksten, ettersom laksemarkedet er globalt. Dette ble også diskutert i kapittel 2. Derfor legges *globale vekstrater* til grunn. I steady state vil man ikke forvente at driftsinntekstveksten overgår den reelle veksten i verdensøkonomien og global inflasjon (Knivsflå, 2016k). Dermed kan det være rimelig å anta at SalMars vekst konverger mot den *nominelle* veksten i verdensøkonomien. Videre diskusjon blir således å vurdere nivået til fremtidig nominell vekst i verdensøkonomien.

For å vurdere den globale inflasjonen er det rimelig å ta utgangspunkt i prognoser satt av Norges Bank (2016) som ligger på 2,5%. PwCs undersøkelser av prognoser på fremtidig inflasjon ligger også på dette nivået (PwC, 2016). Hva som forventes rundt den globale veksten er kildene i stor grad samstemte. I etterkant av Brexit kunne Dagens Næringsliv (2016) rapportere at Det internasjonale Valutafondet nedjusterte sin prognose for 2016 og 2017 til henholdsvis 3,1% og 3,4% reell vekst. OECD (2016) synes å være enig i disse prognosene, men justerer de noe mer ned. Ut i fra dette vil den nominelle veksten være mellom 5,6% og 5,9%. Imidlertid mener vi dette kan være noe optimistisk. De siste 10 årene har den gjennomsnittlige inflasjonen i Norge vært i underkant av 2% (SSB, 2016). I tillegg kan det være grunn til å mene at vekstratene bør justeres enda noe ned. Dette fordi ratene er beregnet før presidentvalget i USA, og ettersom institusjonene justerte ned veksten som en følge av Brexit, er det grunn til å mene at det samme er rimelig nå. Vi velger derfor en stabil nominell vekstrate for SalMar i steady state på 4,5%. Det må imidlertid presisere at en vekst på 4,5% likevel kan være noe høy dersom veksten i norsk økonomi hadde blitt lagt til grunn.

Fremtidig driftsinntekstvekst som ble vist innledningsvis i *Figur 9-1* og som videre ble drøftet, er utgangspunktet for beregning av fremtidig driftsinntekt. Dette er vist i *Tabell 9-1*.

$$\text{Driftsinntekt}_t = (1 + \text{driftsinntekstvekst}_t) * \text{Driftsinntekt}_{t-1}$$

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekt <sub>t-1</sub>	9 209 568	9 670 046	9 960 148	10 159 351	10 260 944	10 260 944
* 1+driftsinntektsvekst <sub>t</sub>	1,05	1,03	1,02	1,01	1,00	1,01
= Driftsinntekt <sub>t</sub>	9 670 046	9 960 148	10 159 351	10 260 944	10 260 944	10 353 293

	2023	2024	2025	2026	2027	2028
	10 353 293	10 539 652	10 824 223	11 213 895	11 718 520	12 245 853
	1,02	1,03	1,04	1,05	1,05	1,05
	10 539 652	10 824 223	11 213 895	11 718 520	12 245 853	12 796 917

Tabell 9-1: Utvikling i driftsinntekter over budsjettperioden.

## 9.4 Andre budsjett drivere

I dette avsnittet presenteres beregninger av andre budsjett drivere som her er nødvendige for et fullverdig fremtidsregnskap. Disse er fremhevet med rødt i formlene. Mange av betraktningene under driftsinntektsveksten vil også være gjeldende her. Derfor er begrunnelser og resonnerment i dette avsnittet mindre omfattende.

### 9.4.1 Netto driftseiendeler

Netto driftseiendeler budsjetteres som forholdet mellom neste års driftsinntekter og neste års omløp til netto driftseiendeler. Det er derfor *omløpet til netto driftseiendeler* (onde) som er relevant å prognostisere.

$$\text{Netto driftseiendeler}_t = \frac{\text{Driftsinntekter}_{t+1}}{\text{onde}_{t+1}}$$

#### Omløp til netto driftseiendeler - historisk og steady state

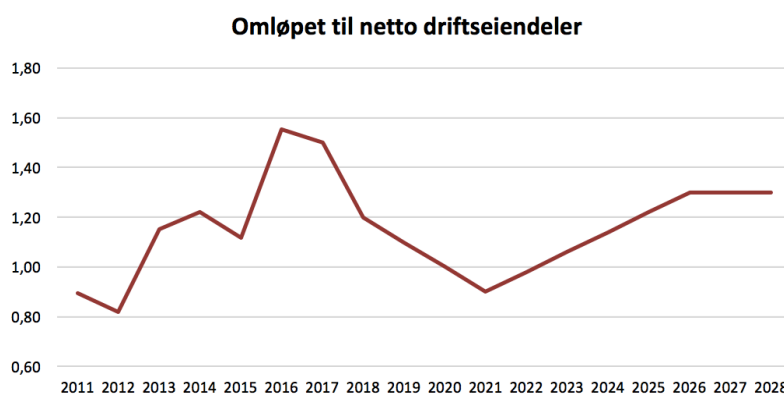
Over analyseperioden ble det avdekket at SalMar hadde en vektet omløpsulempe på 3,4% relativt til bransjesnittet. SalMars tidsvektede gjennomsnittlige omløpshastighet var på 1,212, mens tilsvarende tall for bransjen var 1,521. I 2016 har vi estimert omløpshastigheten for SalMar og bransjen til å være henholdsvis 1,555 og 2,074, noe som er relativt høyere enn foregående år. Dette skyldes de høye estimatene på driftsinntekter for inneværende år som følge av høye laksepriser. Stigende driftsinntekter over analyseperioden er også hovedgrunnen til stigende omløpshastighet over analyseperioden.

I steady state er det ofte en rimelig antakelse at omløpsulempen over tid vil konvergere mot bransjesnittet på grunn av "mean reversion" (Penman, 2013). Denne egenskapen er for øvrig gjeldende for alle drivere, også driftsinntektsveksten. I kapittel 8 ble det forklart at omløpsulempen trolig skyldes at SalMar oppnådde *lavere* driftsinntekt per kilo slaktet fisk på grunn av mindre videreforedling enn bransjesnittet. Etter vår forståelse ligger det heller ikke i SalMar sin strategi å øke graden av videreforedling for eksempel til et nivå tilsvarende

Lerøy. Netto driftseiendeler forventes å vokse i takt med inflasjonen, derfor er det driftsinntektene som utgjør variasjonen i omløpet til netto driftseiendeler. Følgelig vil vi forvente at SalMars omløpshastighet til netto driftseiendeler vil ligge litt *under* bransjesnittet i steady state. Videre kan det være nærliggende å hevde at gjennomsnittet for både SalMar og bransjen de siste årene av analyseperioden er noe høyere enn hva som kan forventes i steady state. For steady state mener vi en omløpshastighet i størrelsen rundt 1,35 for bransjegjennomsnittet og 1,30 for SalMar virker mer realistisk.

### Budsjettperioden

På kort sikt mener vi SalMar vil kunne opprettholde omtrentlig samme omløpshastighet for 2017 som følge av forventning om fortsatt høye laksepriser. Fra og med 2018 forventer vi derimot en nedgang, med et prognostisert bunnivå i 2021. Bakgrunnen for denne utviklingen må ses i sammenheng med forventningene om en nedadgående driftsinntektsvekst i samme periode. På mellomlang sikt mener vi derfor at omløpet til netto driftseiendeler vil være lavere enn våre antagelser for steady state. Fra og med 2021 forventes omløpshastigheten å øke igjen som følge av at havbruksmerdene er tatt i bruk og vil medføre økt volum. Vi har således prognostisert en lineær utvikling fra 2021 til og med steady state. Utviklingen er presentert i *Figur 9-2* under.



*Figur 9-2: Omløpshastigheten for SalMar over analyse- og budsjettperioden.*

Forholdet mellom neste års driftsinntekt og omløp til netto driftseiendeler gir oss således utviklingen i netto driftseiendeler over budsjettperioden. Beregningene er oppsummert i *Tabell 9-2*. Det er verdt å merke seg at netto driftseiendeler forventes å øke frem til 2021, før vi får en liten nedgang og det går mot et nivå på ca. 10 milliarder kroner. Vi har dermed predikert en vekst i netto driftseiendeler fra 2016T til steady state på ca. 50%.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekt <sub>t+1</sub>	9 960 148	10 159 351	10 260 944	10 260 944	10 353 293	10 539 652
/ onde <sub>t+1</sub>	1,20	1,10	1,00	0,90	0,98	1,06
= Netto driftseiendeler <sub>t</sub>	8 300 123	9 235 773	10 260 944	11 401 049	10 564 584	9 943 068

	2023	2024	2025	2026	2027	2028
	10 824 223	11 213 895	11 718 520	12 245 853	12 796 917	13 372 778
	1,14	1,22	1,30	1,30	1,30	1,30
	9 494 932	9 191 717	9 014 246	9 419 887	9 843 782	10 286 752

Tabell 9-2: Utvikling i netto driftseiendeler over budsjettperioden.

## 9.4.2 Netto driftsresultat

Neste steg er prognostisering av årlig netto driftsresultat over budsjettperioden. Dette finnes som produktet av netto driftsmargin og driftsinntekt, som vist i formelen under. Siden vi allerede har predikert driftsinntektene, vil fokuset her være på utviklingen i *netto driftsmargin*.

$$\text{Netto driftsresultat} = \text{netto driftsmargin}_t * \text{driftsinntekt}_t$$

### Netto driftsmargin - historisk og steady state

I kapittel 8 så vi at SalMar hadde en marginfordel på 9,6% som i hovedsak relaterte seg til lavere varekostnad som andel av driftsinntektene sammenlignet med komparative selskaper. I diskusjonen om marginfordelen ble det argumentert for at det trolig var det høyteknologiske produksjonsanlegget InnovaMar som var bakenforliggende kilde til dette. Siden konkurrenter relativt lett kan investere i lignende anlegg i fremtiden, argumenterte vi med at fordelene således kun var midlertidig. Vi forventer dermed at øvrige selskaper i fremtiden vil utligne SalMars marginfordel, og at selskapet i steady state hverken innehar en marginfordel eller marginulempe. Således forventer vi at SalMars netto driftsmargin i steady state vil konvergere mot et bransjesnitt. Dette er en rimelig antakelse da konkurranse forventes å ville drive netto driftsmarginen mot bransjesnittet over tid (Knivsfå, 2016). Som følge av at analyseperioden består av flere gode år enn dårlige år, mener vi bransjesnittet i steady state kan forventes å ligge noe under bransjesnittet i analyseperioden. Mer konkret forventes en netto driftsmargin for SalMar på 9,5% i steady state, mot 10,7% for bransjen i analyseperioden.

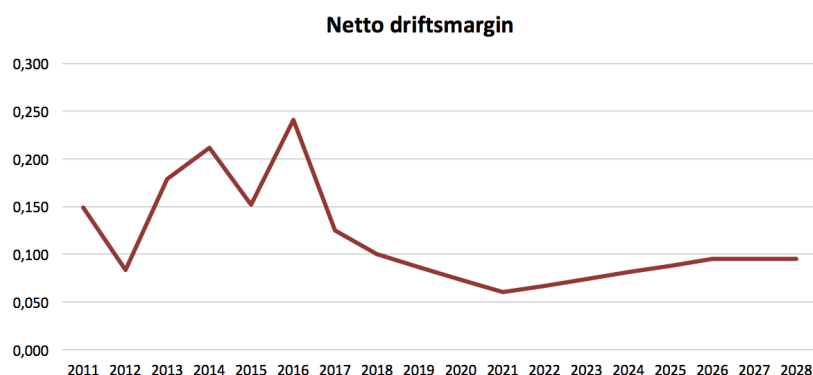
Et annet sentralt poeng vi har observert over analyseperioden er at netto driftsmargin har fulgt tilnærmet samme utvikling som driftsinntektene. Dette kan ses i sammenheng med

problemer med å redusere kostnadene i tider med lavere volum av laks. Vi forventer samme utviklingstrekk fremover.

### Budsjettperioden

På kort sikt forutsettes fortsatt høy netto driftsmargin, men noe lavere enn for 2016, som følge av en forventning om fortsatt høy laksepris. Det må imidlertid nevnes at problemet med lakselus eller andre sykdomsutbrudd i bestanden kan gi opphav til økte kostnader som igjen presser marginene ned i normalt gode år. Som følge av forventninger om noe nedgang i lakseprisene etter 2018, forventes netto driftsmargin å være fallende frem til 2021, hvilket er prognostisert bunnivå i budsjettperioden på 6%. Fra 2022 forventes havmerdene å være i drift og gi økt volum, mens de volatile lakseprisene forventes å kunne øke noe igjen fra nivået til Fish Pool sin forwardpris på NOK 44,00 for 2021. Dermed predikeres en lineær økning i netto driftsmargin fra bunnåret 2021 til steady state.

Utviklingen i netto driftsmargin vises i *Figur 9-3*. Basert på utviklingen i driftsinntekter og netto driftsmargin er beregningene av budsjettet netto driftsresultat oppsummert i *Tabell 9-3*.



*Figur 9-3: Netto driftsmargin for SalMar over analyse- og budsjettperioden.*

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekt <sub>t</sub>	9 670 046	9 960 148	10 159 351	10 260 944	10 260 944	10 353 293
* Netto driftsmargin <sub>t</sub>	0,125	0,100	0,087	0,073	0,060	0,067
= Netto driftsresultat	1 208 756	996 015	880 477	752 469	615 657	693 671

	2023	2024	2025	2026	2027	2028
	10 539 652	10 824 223	11 213 895	11 718 520	12 245 853	12 796 917
	0,074	0,081	0,088	0,095	0,095	0,095
	779 934	876 762	986 823	1 113 259	1 163 356	1 215 707

*Tabell 9-3: Utvikling i netto driftsresultat over budsjettperioden.*

### 9.4.3 Netto finansiell gjeld

Utviklingen i netto finansiell gjeld over budsjettperioden avhenger av utviklingen i finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Formelen under viser budsjettering av netto finansiell gjeld. Anslaget på netto finansiell gjeld beregnes som vektet forskjell mellom finansiell gjeld og – eiendeler multiplisert med netto driftseiendeler. Videre vil vi analysere netto finansiell gjeld ved å budsjettere forventet utvikling i henholdsvis finansiell gjeld og finansielle eiendeler separat.

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

$$nfgd = \text{netto finansiell gjeldsdel} \qquad fgd = \frac{FG}{NDE} = \text{finansiell gjeldsdel}$$

$$NDE = \text{Netto driftseiendeler} \qquad fed = \frac{FE}{NDE} = \text{finansiell eiendelsdel}$$

#### Finansiell gjeld

For å budsjettere finansiell gjeld anslås fremskrevet *finansiell gjeldsdel*. Det vil si finansiell gjeld sin andel av selskapets netto driftseiendeler. Over analyseperioden er det beregnet at SalMar hadde en tidsvektet gjennomsnittlig gjeldsdel på 44,3%, men vi har observert en fallende trend de senere årene der det for 2016 ble estimert en gjeldsdel på 41,3%. Til sammenligning var tidsvektet gjennomsnitt for bransjen på 47,1%. Knivsfå har observert kapitalstrukturen på Oslo Børs over en 15-årsperiode fra 1999-2014 og funnet at norske børselskaper typisk har en finansiell gjeldsdel på rundt 50% (Knivsfå, 2016). SalMar virker dermed å være mer egenkapitalfinansiert enn både bransjen og gjennomsnittsselskapet på Oslo Børs. Dette indikerer en mindre risikabel finansiering for SalMar. Kapittel 8 avdekket imidlertid at SalMar hadde en ikke ubetydelig driftsfordel tilknyttet gearing, noe som drar i retning av en høyere finansiell gjeldsdel hos SalMar. I tillegg vil våre forventninger om at SalMar de neste årene vil gjennomføre store investeringer i blant annet havmerder medføre økt kapitalbehov. Investeringen må enten dekkes av økt låneopptak eller gjennom kapitalinnskudd fra eiere. Låneopptak kan da virke mest sannsynlig.

På bakgrunn av øvrig diskusjon forutsetter vi at SalMars finansielle gjeldsdel vil øke gradvis fra 2016-nivået på 41,3% og opp til 45% i 2021. På bakgrunn av en forventning om at de største investeringene vil bli gjort innen 2021, antas finansiell gjeldsdel å ligge stabilt på 45% fra 2021 og frem til steady state. Dette nivået ligger mellom SalMars og bransjens tidsvektede gjennomsnitt over analyseperioden.

### **Finansielle eiendeler**

Finansielle eiendeler blir i budsjettperioden prognostisert på bakgrunn av fremskrevet anslag for *finansiell eiendelsdel*. Over analyseperioden beregnet vi tidsvektet gjennomsnittlig finansiell eiendelsdel for SalMar til å være 5,7%, mot et bransjesnitt på 10,4%. SalMars gjennomsnitt er imidlertid sterkt påvirket av en høy finansiell eiendelsdel på 17% i 2013, mens den i det påfølgende året falt til 2,6%. Årsrapporten viser at den kraftige økningen primært skyldes økt kontantbeholdning. Denne vil typisk kunne variere noe avhengig av forhold som låneopptak, avdragsbetalinger eller sesongvariasjoner i salg. For 2016T tilsvarende den imidlertid analyseperiodens gjennomsnitt på 6%.

Som beskrevet under finansiell gjeldsdel har Knivsfå (2016I) også for perioden 1999-2014 observert finansiell eiendelsdel for selskaper på Oslo Børs. Gjennomsnittet har vært på ca. 20%. Vi mener imidlertid at en 20% finansiell eiendelsdel er for høyt med tanke på våre forventninger om store investeringer for å kunne oppnå fortsatt vekst. I tillegg har både SalMar og bransjen hatt en betydelig lavere eiendelsdel i analyseperioden. Det faktum at samtlige bransjeselskap har betalt utbytte i store deler av analyseperioden viser at de har en god evne til å genere likvide midler gjennom driften. Vi mener dermed at finansiell eiendelsdel i steady state vil ligge et sted mellom tidsvektet snitt for SalMar og bransjen over analyseperioden. Mer presist mener vi at en finansiell eiendelsdel på 8% er rimelig i steady state. Vi forutsetter følgelig en lineær økning i finansiell eiendelsdel fra 6% i 2017 mot 8% i 2026.

### **Budsjettering av netto finansiell gjeld**

På bakgrunn av foregående diskusjoner av andelene til finansiell gjeld og finansielle eiendeler, samt våre vurderinger av netto driftseiendeler, har vi budsjettert utviklingen i netto finansiell gjeld over budsjettperioden ved bruk av presentert formel. Utviklingen er vist i *Tabell 9-4*.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Netto driftseiendeler <sub>t</sub>	8 300 123	9 235 773	10 260 944	11 401 049	10 564 584	9 943 068
* Finansiell gjeldsdel <sub>t</sub>	0,42	0,43	0,44	0,44	0,45	0,45
= Finansiell gjeld <sub>t</sub>	3 488 163	3 949 718	4 464 068	5 044 443	4 754 063	4 474 381
Netto driftseiendeler <sub>t</sub>	8 300 123	9 235 773	10 260 944	11 401 049	10 564 584	9 943 068
* Finansiell eiendelsdel <sub>t</sub>	0,06	0,06	0,06	0,07	0,07	0,07
= Finansielle eiendeler <sub>t</sub>	498 007	574 670	661 261	760 070	727 782	707 063
= Netto finansiell gjeld	2 990 155	3 375 048	3 802 807	4 284 373	4 026 281	3 767 318

	2023	2024	2025	2026	2027	2028
	9 494 932	9 191 717	9 014 246	9 419 887	9 843 782	10 286 752
	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45
	4 272 719	4 136 273	4 056 411	4 238 949	4 429 702	4 629 039
	9 494 932	9 191 717	9 014 246	9 419 887	9 843 782	10 286 752
	0,07	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08
	696 295	694 485	701 108	753 591	787 503	822 940
	3 576 424	3 441 787	3 355 303	3 485 358	3 642 199	3 806 098

Tabell 9-4: Utvikling i netto finansiell gjeld over budsjettperioden.

#### 9.4.4 Netto finanskostnad

Budsjettering av netto finanskostnad forutsetter nærmere kjennskap til finanskostnader og finansinntekter. Formelen under viser at finanskostnad beregnes ved å multiplisere gjeldsrenten med inngående finansiell gjeld. For finansinntekt multipliseres finansiell eiendelsrentabilitet med inngående finansielle eiendeler. Ved budsjettering av netto finanskostnad er det følgelig *finansiell gjeldsrente* og *finansiell eiendelsrentabilitet* som må predikeres for budsjettperioden. Det er også verdt å merke seg at rentabilitet beregnes på inngående kapital.

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

*fgr* = finansiell gjeldsrente

*fer* = finansiell eiendelsrente

#### Finansiell gjeldsrente og finansiell eiendelsrentabilitet

Kapittel 8 avdekket at SalMar hadde en gjennomsnittlig finansieringsulempe på 1,2% over analyseperioden, noe som tilsier at SalMar betalte enn gjeldsrente som var 1,2%-poeng over kravet. Det ble diskutert at ulempen trolig skyldes usikkerhet i fastsettelsen av kredittrisikopremien eller undervurdering av finansiell gjeld ved at for stor andel av gjelden er blitt klassifisert som ikke-rentebærende gjeld. Det ble videre argumentert med at finansiell gjeldsrenteulempe i fremtiden ventes å gå mot null på grunn av forventning om et velfungerende kapitalmarked. Det faktum at SalMar regnskapsfører etter IFRS der virkelig verdi utgjør normen, underbygger dette. Vi forventer således at gjeldsrenten er lik gjeldskravet over budsjettperioden.



Som følge av den observerte finansieringsulempen over analyseperioden er det imidlertid verdt å merke seg at denne forutsetningen kan medføre nedgang i finanskostnad, og følgelig kunstig bra resultat. Damodaran (2012) poengterer også at finansiering vanligvis ikke er en stor kilde til strategisk fordel i et effisient marked. Vi velger derfor å følge teorien ved å forutsette gjeldsrente lik gjeldskrav.

Lønnsomhetsanalysen i kapittel 8 viste oss at SalMar hverken hadde en finansieringsfordel eller –ulempe tilknyttet finansielle eiendeler. Dette er i samsvar med gjeldende teori på området, da finansiell eiendelsrentabilitet i likhet med gjeldsrentabiliteten ikke er en kilde til strategisk fordel. Vi forventer derfor at fremtidig finansiell eiendelsrentabilitet er lik fremtidig finansielt eiendelskrav. Alle relevante krav er beregnet i kapittel 10.

### Budsjettering av netto finanskostnad

Ved bruk av presentert formel har vi beregnet finanskostnad, finansinntekt og netto finanskostnad over budsjettperioden. Utrekningene er presentert i *Tabell 9-5* under.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Finansiell gjeld <sub>B</sub>	2 809 200	3 488 163	3 949 718	4 464 068	5 044 443	4 754 063
* Finansiell gjeldsrente	0,015	0,019	0,021	0,023	0,025	0,027
= Finanskostnad etter skatt	40 902	64 950	81 527	101 167	124 516	126 957
Finansielle eiendeler <sub>B</sub>	410 718	498 007	574 670	661 261	760 070	727 782
* Finansiell eiendelsrente	0,006	0,006	0,009	0,012	0,015	0,018
= Finansinntekt etter skatt	2 304	3 200	5 289	7 922	11 217	12 762
= Netto finanskostnad	38 598	61 750	76 239	93 245	113 299	114 195

	2023	2024	2025	2026	2027	2028
	4 474 381	4 272 719	4 136 273	4 056 411	4 238 949	4 429 702
	0,029	0,033	0,035	0,037	0,037	0,037
	131 547	142 068	145 493	150 493	157 265	164 342
	707 063	696 295	694 485	701 108	753 591	787 503
	0,021	0,026	0,028	0,031	0,031	0,031
	14 839	17 820	19 636	21 703	23 327	24 377
	116 708	124 248	125 858	128 790	133 938	139 965

Tabell 9-5: Utvikling av netto finanskostnad over budsjettperioden.

### 9.4.5 Minoritetsinteresser

Minoritetsinteressene blir i budsjettperioden anslått ved å multiplisere minoritetsdelen med netto driftseiendeler, som vist i formelen under. Ettersom netto driftseiendeler allerede er anslått i tidligere drøftelse, er utviklingen i *minoritetsdel* gjennom budsjettperioden relevant å prognostisere.

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

Figur 9-4 viser den historiske utviklingen i minoritetsdel for SalMar. Gjennomsnittlig minoritetsdel i analyseperioden for SalMar har blitt beregnet til å være 2,28%, mens den for bransjen var 2,68%. Vi kan lese av figuren at SalMar hadde en minoritetsdel stabilt rundt bransjesnittet på mellom 2,50% og 3,30% frem til 2014. I 2015 faller minoritetsandelen til SalMar på et nivå rundt 1% av netto driftseiendeler, hvilket er nivået også for 2016T.



Figur 9-4: Minoritetsdel for SalMar over analyse- og budsjettperioden.

Redusert minoritetsandel kan ses i sammenheng med at majoriteten kan tenkes å ”skvise” minoriteten for superrentabilitet ved svært lønnsom drift, slik som de senere årene. Slik sett vil majoritet kunne beholde størst mulig andel av superrentabiliteten. Gitt våre antakelser om fallende lønnsomhet i årene frem til 2021 kan det imidlertid tenkes at SalMar likevel har interesse av å inkludere minoriteten. Vi forutsetter derfor en lineær økning i minoritetsdelen opp til 1,5% i 2021, før den faller mot et 1%-nivå i 2026 og stabiliserer seg der. På bakgrunn av øvrig diskusjon og ved bruk av formelen presentert over viser Tabell 9-6 forventet utvikling i SalMars minoritetsdel i budsjettperioden.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Netto driftseiendeler <sub>t</sub>	8 300 123	9 235 773	10 260 944	11 401 049	10 564 584	9 943 068
* Minoritetsdel <sub>t</sub>	0,011	0,012	0,013	0,014	0,015	0,014
= Minoritetsinteresser <sub>t</sub>	91 301	110 829	133 392	159 615	158 469	139 203

	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Netto driftseiendeler <sub>t</sub>	9 494 932	9 191 717	9 014 246	9 419 887	9 843 782	10 286 752
* Minoritetsdel <sub>t</sub>	0,013	0,012	0,011	0,010	0,010	0,010
= Minoritetsinteresser <sub>t</sub>	123 434	110 301	99 157	94 199	98 438	102 868

Tabell 9-6: Utvikling i minoritetsinteresser over budsjettperioden.

#### 9.4.6 Netto minoritetsresultat

Netto minoritetsresultat fremskrives ved å multiplisere minoritetsrentabilitet med inngående minoritetsinteresser. Sammenhengen er vist i formelen under.

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

I kapittel 8 ble SalMars uvektede gjennomsnittlige ulempe i *minoritetskrav* i analyseperioden beregnet til å være 27,1%. Det vil si at minoriteten fikk en uvektet superrentabilitet på 27,1%. SalMar har dermed ikke evnet å skvise minoritetsinteressene. Følgelig vil vi heller ikke forvente at SalMar klarer å skvise ut minoriteten på kort eller mellomlang sikt. På den annen side forventes minoritetsinteressene å utgjøre kun 1% av den totale egenkapitalen i steady state, og følgelig vil vi anta at minoritetsfordelen er lik null i hele budsjettperioden. Det vil si at minoritetsrentabilitet er lik minoritetskravet. Dette er en forenkling vi velger å gjøre ettersom minoriteten ikke er vesentlig for utredningens formål. SalMar har en dominerende eier i Kverva AS som i fremtiden har mulighet til å skvise minoriteten for superrentabilitet, og dette peker i retning av at vår forenkling er rimelig. I tillegg vil det faktum at SalMar regnskapsfører etter IFRS indikere at minoritetsinteressene er tilnærmet balanseført etter virkelig verdi. Minoritetskravet blir beregnet i kapittel 10. Basert på denne innsikten og bruk av formelen presentert over, får vi følgende anslag på fremtidige netto minoritetsresultat:

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Minoritetsinteressert <sub>B</sub>	76 300	91 301	110 829	133 392	159 615	158 469
* Minoritetsrentabilitet	0,065	0,065	0,065	0,067	0,069	0,071
= Netto minoritetsresultat	4 925	5 958	7 174	8 927	11 031	11 276

	2023	2024	2025	2026	2027	2028
	139 203	123 434	110 301	99 157	94 199	98 438
	0,074	0,078	0,083	0,085	0,085	0,085
	10 292	9 607	9 121	8 383	7 964	8 323

Tabell 9-7: Utvikling i netto minoritetsresultat over budsjettperioden.

## 9.5 Fremtidig resultatregnskap, balanse og kontantstrøm

På bakgrunn av øvrig diskusjon hvor vi har tallfestet nødvendige resultat- og balanseposter, presenteres nå SalMars forventede fremtidsregnskap. Fremtidsregnskapet inkluderer resultatregnskap, balanseoppstilling og fri kontantstrøm fra 2017 til budsjettthorisont 2026, i tillegg til to år inn i steady state.

### *Fremtidig resultatregnskap*

I utarbeidelsen av fremtidsregnskapet er det spesielt verdt å merke seg to poster. Først og fremst er alle *unormale poster* antatt lik null grunnet vanskeligheter med å predikere unormale hendelser. Videre er *netto betalt utbytte* funnet residualt som differansen mellom finansielt netto resultat og årlig endring i egenkapitalen, der endring i egenkapital er hentet fra fremtidsbalansen. Således utgjør netto betalt utbytte bindeleddet mellom

resultatregnskapet og balansen. Et annet sentralt poeng er at prediksjonen for fremtiden medfører at netto betalt utbytte er høy i midten av budsjettperioden, som fører til negativ endring i egenkapitalen. Dette til tross for et positivt fullstendig nettoresultat. Siden nivået for netto betalt utbytte i analyseperioden er noe lavere i forhold til fullstendig egenkapital, indikerer det at prediksjonen for netto betalt utbytte kan være noe høyt.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Driftsinntekt	9 670 046	9 960 148	10 159 351	10 260 944	10 260 944	10 353 293	10 539 652	10 824 223	11 213 895	11 718 520	12 245 853	12 796 917
Netto driftsresultat	1 208 756	996 015	880 477	752 469	615 657	693 671	779 934	876 762	986 823	1 113 259	1 163 356	1 215 707
+ Netto finansinntekt	2 304	3 200	5 289	7 922	11 217	12 762	14 839	17 820	19 636	21 703	23 327	24 377
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	1 211 060	999 215	885 766	760 391	626 874	706 432	794 773	894 582	1 006 458	1 134 962	1 186 683	1 240 084
- Netto finanskostnad	40 902	64 950	81 527	101 167	124 516	126 957	131 547	142 068	145 493	150 493	157 265	164 342
- Netto minoritetsresultat	4 925	5 958	7 174	8 927	11 031	11 276	10 292	9 607	9 121	8 383	7 964	8 323
= Netto resultat til egenkapital	1 165 232	928 307	797 065	650 298	491 326	568 199	652 934	742 907	851 844	976 086	1 021 454	1 067 420
+ Unormalt netto driftsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Unormalt netto finansresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat	1 165 232	928 307	797 065	650 298	491 326	568 199	652 934	742 907	851 844	976 086	1 021 454	1 067 420
- Netto betalt utbytte	276 121	397 077	222 216	17 981	1 068 552	911 487	894 408	898 352	931 686	695 543	758 639	792 778
= Endring i egenkapital	889 111	531 230	574 849	632 316	-577 226	-343 288	-241 473	-155 445	-79 842	280 543	262 815	274 642

Tabell 9-8: Fremtidig resultatregnskap for SalMar.

## Fremtidig balanse

I Tabell 9-9 og 9-10 har vi presentert SalMars fremtidsbalanse for henholdsvis sysselsatt kapital og netto driftskapital. Egenkapitalen er her funnet residualt ved å trekke minoritetsinteresser og finansiell gjeld fra sysselsatt kapital. I tillegg er det et sentralt poeng at egenkapitalveksten i steady state er lik driftsinntektsveksten på 4,5% og ikke overgår den samlede veksten i verdensøkonomien.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Netto driftseiendeler	8 300 123	9 235 773	10 260 944	11 401 049	10 564 584	9 943 068	9 494 932	9 191 717	9 014 246	9 419 887	9 843 782	10 286 752
+ Finansielle eiendeler	498 007	574 670	661 261	760 070	727 782	707 063	696 295	694 485	701 108	753 591	787 503	822 940
= Sysselsatte eiendeler	8 798 131	9 810 444	10 922 205	12 161 119	11 292 367	10 650 131	10 191 227	9 886 202	9 715 354	10 173 478	10 631 285	11 109 693
+ Egenkapital	5 218 667	5 749 896	6 324 745	6 957 061	6 379 835	6 036 547	5 795 074	5 639 629	5 559 787	5 840 330	6 103 145	6 377 786
+ Minoritetsinteresser	91 301	110 829	133 392	159 615	158 469	139 203	123 434	110 301	99 157	94 199	98 438	102 868
+ Finansiell gjeld	3 488 163	3 949 718	4 464 068	5 044 443	4 754 063	4 474 381	4 272 719	4 136 273	4 056 411	4 238 949	4 429 702	4 629 039
= Sysselsatt kapital	8 798 131	9 810 444	10 922 205	12 161 119	11 292 367	10 650 131	10 191 227	9 886 202	9 715 354	10 173 478	10 631 285	11 109 693

Tabell 9-9: Fremtidsbalanse for SalMar – Sysselsatt kapital.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Netto driftseiendeler	8 300 123	9 235 773	10 260 944	11 401 049	10 564 584	9 943 068	9 494 932	9 191 717	9 014 246	9 419 887	9 843 782	10 286 752
+ Egenkapital	5 218 667	5 749 896	6 324 745	6 957 061	6 379 835	6 036 547	5 795 074	5 639 629	5 559 787	5 840 330	6 103 145	6 377 786
+ Minoritetsinteresser	91 301	110 829	133 392	159 615	158 469	139 203	123 434	110 301	99 157	94 199	98 438	102 868
+ Netto finansiell gjeld	2 990 155	3 375 048	3 802 807	4 284 373	4 026 281	3 767 318	3 576 424	3 441 787	3 355 303	3 485 358	3 642 199	3 806 098
= Netto driftskapital	8 300 123	9 235 773	10 260 944	11 401 049	10 564 584	9 943 068	9 494 932	9 191 717	9 014 246	9 419 887	9 843 782	10 286 752

Tabell 9-10: Fremtidsbalanse for SalMar – Netto driftskapital.

## Fremtidig fri kontantstrøm

På bakgrunn av fremtidsregnskapet og fremtidsbalansen over budsjettperioden har vi utarbeidet fri kontantstrøm til drift, sysselsatt kapital og egenkapitalen. Generelt vil fri kontantstrøm til en kapital bestå av *fullstendig nettoresultat til en kapital justert for årlig endring i kapitalen*. Fremtidig fri kontantstrøm er presentert i *Tabell 9-11*. Et sentralt poeng å bemerke er at fri kontantstrøm til egenkapital er lik netto betalt utbytte. Videre ser vi at det forventes positiv fri kontantstrøm fra drift, sysselsatt kapital og egenkapital for SalMar mot slutten av budsjettperioden.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Netto driftsresultat	1 208 756	996 015	880 477	752 469	615 657	693 671	779 934	876 762	986 823	1 113 259	1 163 356	1 215 707
+ Unormalt netto driftsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Økning netto driftseideler	1 495 786	935 650	1 025 171	1 140 105	-836 465	-621 516	-448 136	-303 215	-177 471	405 641	423 895	442 970
= Fri kontantstrøm til drift	-287 030	60 365	-144 694	-387 636	1 452 121	1 315 187	1 228 070	1 179 977	1 164 294	707 618	739 461	772 737
+ Netto finansinntekt	2 304	3 200	5 289	7 922	11 217	12 762	14 839	17 820	19 636	21 703	23 327	24 377
+ Unormal netto finansinntekt	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Økning finansielle eiendeler	87 289	76 663	86 591	98 809	-32 287	-20 720	-10 768	-1 810	6 623	52 483	33 912	35 438
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	-372 015	-13 099	-225 996	-478 523	1 495 626	1 348 669	1 253 676	1 199 607	1 177 307	676 838	728 877	761 676
- Netto finanskostnad	40 902	64 950	81 527	101 167	124 516	126 957	131 547	142 068	145 493	150 493	157 265	164 342
- Unormale netto finanskostnader	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Økning finansiell gjeld	678 963	461 556	514 350	580 375	-290 380	-279 682	-201 661	-136 447	-79 862	182 538	190 753	199 337
- Netto minoritetsresultat	4 925	5 958	7 174	8 927	11 031	11 276	10 292	9 607	9 121	8 383	7 964	8 323
+ Økning minoritetsinteresser	15 001	19 528	22 563	26 222	-1 146	-19 266	-15 769	-13 134	-11 144	-4 958	4 239	4 430
= Fri kontantstrøm til egenkapital	276 121	397 077	222 216	17 981	1 068 552	911 487	894 408	898 352	931 686	695 543	758 639	792 778

Tabell 9-11: Fremtidig kontantstrøm for SalMar.

## 10. Fremtidskrav og fremtidig strategisk fordel

I dette kapitlet presenteres beregninger av fremtidskravene til SalMar. Disse vil først og fremst bli benyttet som diskonteringsrater når det i neste kapittel benyttes ulike modeller for verdsettelse av SalMar. Ulike modeller krever ulike diskonteringsrater i nevneren, og dermed vil vi beregne alle relevante fremtidskrav. Kravene i dette kapitlet er basert på samme teori som presentert i kapittel 7. Følgelig vil vi ikke repetere dette her. I tillegg til teori fra kapittel 7, vil også fremgangsmetoden for risikoanalysen i kapittel 6 være gjeldende i dette kapitlet. Dette danner grunnlaget for syntetisk rating, som igjen benyttes for å fastsette en risikopremie i fremtidig finansielt gjeldskrav.

Et viktig moment for kravene er hva vektene baseres på. De historiske kravene er basert på *balanseførte* vekter. Fremtidskravene skal i prinsippet baseres på *verdivekter* fra balansen (Knivsflå, 2016m). Utfordringen ligger i at vi trenger fremtidskravene for å estimere verdivektene. Dermed vil fremtidskravet til å begynne med baseres på balanseførte vekter. I kapittel 11 vil en konvergeringsprosedyre oppdatere vektene slik at de blir verdibaserte.

Kapitlet starter med å predikere kravet til egenkapital og minoritet. Herunder diskuteres risikofri rente, markedsrisikopremie og årlige egenkapitalbetaer. Deretter beregnes de finansielle kravene. Herunder vil den fremtidige syntetiske ratingen bli presentert da denne spiller en rolle for kredittrisikopremien i beregninger av krav til finansiell gjeld. Etterfølgende vil krav til netto driftskapital predikeres. Vi presenterer så en oppsummering av fremtidskravene. Avslutningsvis vil vi gjøre en kort analyse av strategisk fordel i fremtiden.

### 10.1 Fremtidskrav til egenkapital og minoritet

#### *Fremtidig risikofri rente*

Tidligere har vi diskutert at oppdrettsbransjen er relativ kapitalintensiv og følgelig vil fremtidig rentenivå utgjøre en viktig faktor for bransjens fremtidige lønnsomhet. Vi har også sett at dagens rentenivå er på et historisk lavt nivå. Det er derfor rimelig å forvente over en budsjettperiode på 10 år at rentenivået vil vende tilbake til et høyere gjennomsnitt. Styringsrenten ligger per november 2016 på 0,50%. I forbindelse med rentemøtet 27. oktober 2016 opplyste sentralbanken at renten forventes å bli liggende på dette nivået den nærmeste tiden (Norges Bank, 2016). Til sammenligning er siste estimat på 3-måneders

NIBOR 1,11%, hvilket også er nivået den har ligget på det siste året (Oslo Børs, 2016). Gitt en antakelse om at NIBOR følger omtrent samme utviklingstrend som styringsrenten, vil vi forvente at NIBOR holder seg på dagens nivå også i 2017 og 2018. Fra 2019 forventes en gradvis lineær økning i NIBOR mot en ”normalrente” som antas å være nådd innen steady state i 2027. Vi mener vår lineære tilnærming kan forsvares som et beste estimat grunnet stor usikkerhet vedrørende tidspunktet for når renteøkninger vil skje. Utrekningen av normalrente har vi basert på følgende metode etter Knivsflå (2016m):

$$\text{Normalrente i år } T = 2/3 * \text{Gjennomsnittlig månedlig NIBOR} + 1/3 * \text{10-årig statsobligasjonsrente}$$

Gjennomsnittlig månedlig NIBOR er basert på data hentet fra Norges Bank (2016) og Oslo Børs (2016), og er beregnet til 3,9%. 10-årig statsobligasjonsrente er på 1,6% og normalrenten i steady state er således beregnet til 3,2% (Norges Bank, 2016). For å unngå å bli for påvirket av dagens lave rentenivå, velger vi i tillegg å gjøre en skjønnsmessig oppjustering til 3,5%. Denne satsen finnes som *NIBOR 3 mnd.* i steady state i *Tabell 10-1*.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
NIBOR 3 mnd.	0,011	0,011	0,014	0,016	0,019	0,022	0,025	0,030	0,033	0,035	0,035	0,035
- Kort krp bank (AA-rating)	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
= Risikofri rente før skatt	0,006	0,006	0,009	0,011	0,014	0,017	0,020	0,025	0,028	0,030	0,030	0,030
- Skatt	0,001	0,001	0,002	0,003	0,003	0,004	0,005	0,006	0,006	0,007	0,007	0,007
= Risikofri rente etter skatt	0,005	0,005	0,007	0,009	0,011	0,013	0,015	0,019	0,021	0,023	0,023	0,023

Tabell 10-1: Fremtidig risikofri rente etter skatt.

Selskapsskattesatsen i 2016 er på 25%, men den vil reduseres til 24% i 2017 (Finansdepartementet, 2016). I følge skatteforliket skal satsen ytterligere ned til 23% i 2018. Dette er informasjon per november 2016. Med mangel på et bedre estimat for hva som skjer med selskapsskattesatsen i fremtiden, tar vi utgangspunkt i at skattesats vil ligge på 23% frem til steady state. Det har imidlertid vært forslag om en ytterligere reduksjon ned mot en skattesats på 20% som ledd i en gradvis tilpasning mot et europeisk gjennomsnittsnivå. Vi velger imidlertid å se bort fra dette i fremtidsregnskapet da dette kun er et forslag. Til slutt antas det at den tidligere benyttede kredittrisikopremien for banker med AA-rating på 0,5% også forventes å gjelde i fremtiden.

### Markedsrisikopremien

Det er stor usikkerhet tilknyttet fremtidig markedsrisikopremie som følge av mangel på pålitelige indikatorer for prediksjon (Kaldestad & Møller, 2016). Av den grunn kan historisk premie ofte utgjøre det beste estimatet for fremtiden. I analyseperioden ble

markedsrisikopremie etter skatt anslått til 4,8% for 2016. Dette vil utgjøre vårt beste estimat for fremtiden. Det kan imidlertid være enkelte ulemper ved å benytte historisk risikopremie, da flere argumenter taler for at fremtidig risikopremie blir lavere enn hva den har vært historisk (Kaldestad & Møller, 2016). Blant annet kan markedsrisikopremien være påvirket av svært høy produktivitetsvekst de siste hundre årene som vanskelig kan opprettholdes. I tillegg har det vært endringer i skattereglene over tid, og siden investor er opptatt av avkastning etter skatt, vil redusert skattesats føre til at investor kreve lavere risikopremie før skatt.

Sammenlignet med PwCs anslag på markedsrisikopremien på 5% basert på undersøkelser i det norske markedet, ligger vårt anslag noe under (PwC, 2015). Det ligger imidlertid noe over Damodarans estimat for ”verdenspremien” på 4,28 % som er beregnet basert på gjennomsnittlig markedsrisikopremie fra 1928 til 2015 inkludert både et kortsiktig og et langsiktig perspektiv (Damodaran, 2016). Vår prediksjon på 4,8 % for fremtiden ligger dermed mellom anslagene i disse to analysen, men litt nærmere PwCs anslag. Dette mener vi er rimelig da analyse av det norske markedet virker mest relevant og således kan vektlegges tyngst i fastsettelsen av markedsrisikopremie for SalMar.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Markedsrisikopremie etter skatt	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048

Tabell 10-2: Fremtidig markedsrisikopremie.

### Fremtidig årlig egenkapitalbeta

Som tidligere diskutert fastslår *Miller & Modigliani's Proposition 1* (1958) at selskapsverdien er uavhengig av finansieringsstrukturen, og følgelig argumenterte vi med at netto driftsbeta var konstant over analyseperioden. Den samme antakelsen vil også gjelde for fremtidsregnskapet slik at årlig fremtidig netto driftsbeta vil være lik netto driftsbetaen i analyseperioden på 0,481. Vi finner således egenkapitalbetaen residualt etter at vi har fått kjennskap til netto finansiell gjeldsbeta som beregnes i avsnitt 10.2. Fremtidig årlig egenkapitalbeta blir som i påfølgende tabell.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Egenkapitalbeta	0,611	0,622	0,569	0,572	0,575	0,575	0,576	0,576	0,636	0,634	0,634	0,634
* (EK <sub>B</sub> /NDK <sub>B</sub> )	0,636	0,629	0,623	0,616	0,610	0,604	0,607	0,610	0,614	0,617	0,620	0,620
+ Minoritetsbeta	0,611	0,622	0,569	0,572	0,575	0,575	0,576	0,576	0,636	0,634	0,634	0,634
* (MIN <sub>B</sub> /NDK <sub>B</sub> )	0,011	0,011	0,012	0,013	0,014	0,015	0,014	0,013	0,012	0,011	0,010	0,010
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,240	0,334	0,332	0,330	0,328	0,326	0,325	0,323	0,321	0,318	0,319	0,319
* (NFG <sub>B</sub> /NDK <sub>B</sub> )	0,352	0,360	0,365	0,371	0,376	0,381	0,379	0,377	0,374	0,372	0,370	0,370
= Netto driftsbeta	0,481	0,481	0,481	0,481	0,481	0,481	0,481	0,481	0,481	0,481	0,481	0,481

Tabell 10-3: Utvikling i fremtidig egenkapitalbeta.



### Illikviditetspremie

Illikviditetspremien forventes i fremtiden å tilsvare premien som ble benyttet i analyseperioden, med 1% for egenkapitalen og 2% for minoriteten. Det bygger på en forventning om at hovedaksjonær Kverva AS også i fremtiden vil beholde sin sterke posisjon, da selskapets eierskap er overført til neste generasjon (Adressa, 2016). At SalMars aksjen antas å være relativ likvid også i fremtiden taler for at premien kunne vært noe lavere. Med tanke på usikkerhet om fremtiden, velger vi samme illikviditetspremie som i analyseperioden.

### Egenkapitalkrav og minoritetskrav

På bakgrunn av øvrig diskusjon presenteres her et anslag på SalMars fremtidige egenkapital- og minoritetskrav. Det er imidlertid verdt å merke seg at vi i motsetning til ved beregning av historiske krav har oppjustert kravet med hensyn til fremtidig eierskatt  $\tau$ , som inkluderer utbytteskatt og formueskatt. I beregningen av historiske krav ble ikke dette ansett hensiktsmessig som følge av at kravene i hovedsak ble benyttet som målestokk. I fremtidsregnskapet anses ikke eierskatten som systematisk, hvilket kan medføre visse vridningseffekter (Berk & DeMarzo, 2014). Vi har anslått *effektiv* eierskatt til å være 1,0% i 2017 og 1,2% i resterende år av fremtidsregnskapet. Disse er basert på Knivslås (2016m) beregninger, som igjen er noe skjønnsbasert. Økningen i eierskatten må ses i sammenheng med en kompensasjon for nedgang i selskapsskattesatsen fra 2018. Mulige årsaker til at effektiv sats ligger betydelig under nominell utbytteskatt på 28,75% (25% selskapsskatt og oppjusteringsfaktor på 1,15) kan være faktorer som skjermingsfradrag, fritaksmetoden og skattetilpasning (Finansdepartementet, 2016). *Tabell 10-4* presenterer kravene til egenkapital og minoritet. Vi ser av tabellen at både egenkapital- og minoritetskravet stiger over budsjettperioden. Dette skyldes i hovedsak økning i risikofri rente.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Risikofri rente etter skatt	0,005	0,005	0,007	0,009	0,011	0,013	0,015	0,019	0,021	0,023	0,023	0,023
+ Årlig egenkapitalbeta	0,611	0,622	0,569	0,572	0,575	0,575	0,576	0,576	0,636	0,634	0,634	0,634
* mvp etter skatt	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048
+ Illikviditetspremie	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
= Egenkapitalkrav før $\tau$	0,044	0,044	0,044	0,046	0,048	0,050	0,053	0,057	0,062	0,064	0,064	0,064
/ (1-effektiv utbytteskatt, $\tau$ )	0,990	0,988	0,988	0,988	0,988	0,988	0,988	0,988	0,988	0,988	0,988	0,988
= Egenkapitalkrav	0,044	0,045	0,044	0,047	0,049	0,051	0,054	0,058	0,062	0,064	0,064	0,064
Egenkapitalkrav før $\tau$	0,044	0,044	0,044	0,046	0,048	0,050	0,053	0,057	0,062	0,064	0,064	0,064
+ Ekstra illikviditetspremie	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020
= Minoritetskrav før $\tau$	0,064	0,064	0,064	0,066	0,068	0,070	0,073	0,077	0,082	0,084	0,084	0,084
/ (1-effektiv utbytteskatt, $\tau$ )	0,990	0,988	0,988	0,988	0,988	0,988	0,988	0,988	0,988	0,988	0,988	0,988
= Minoritetskrav	0,065	0,065	0,065	0,067	0,069	0,071	0,074	0,078	0,083	0,085	0,085	0,085

Tabell 10-4: Utvikling i fremtidig egenkapital- og minoritetskrav.

## 10.2 Finansielle krav

Som tidligere beregnes kravene til finansiell gjeld og finansielle eiendeler før vi anslår kravet til netto finansiell gjeld som en vektet differanse av de førstnevnte. Tilhørende betaer presenteres etter de respektive kravene. Siden syntetisk rating har betydning for både kravet til finansiell gjeld og finansielle eiendeler, drøftes dette først.

### *Fremtidig syntetisk rating*

Beregning av fremtidig syntetisk rating følger samme fremgangsmåte som utregning av historisk rating med utgangspunkt i de fire forholdstallene *likviditetsgrad 1*, *rentedekningsgrad*, *egenkapitalprosent* og *netto driftsrentabilitet*. Vi møter imidlertid noen ekstra utfordringer i utarbeidelsen av fremtidsregnskapet. For det første mangler vi nødvendig spesifikasjoner for å kunne beregne likviditetsgrad 1 som følge av at fremtidsregnskapet er mindre detaljert enn resultatregnskapet. Vi gjør dermed en forenkling ved å anta at gjennomsnittlig tidsvektet likviditetsgrad 1 over analyseperioden for bransjen er representativ for budsjettperioden. Den er i kapittel 6 beregnet til 2,24 og tilsvarer en BBB+ rating. Følgelig har vi predikert en BBB+ rating tilknyttet likviditetsgrad 1 for hele budsjettperioden.

For det andre er det ikke mulig å finne rentedekningsgraden med samme fremgangsmåte som i kapittel 6 grunnet endogenitet. Det vil si at selskapets netto finanskostnad avhenger av estimert fremtidig syntetisk rating. Dette er en konsekvens av vår tidligere antagelse om at finansiell gjeldsrente er lik det finansielle gjeldskravet. Vi velger å løse dette ved å anta at fremtidig rentedekningsgrad er lik tidsvektet bransjesnitt for analyseperioden. Vi mener bransjesnittet er en rimelig antagelse for både likviditetsgrad 1 og rentedekningsgrad på grunn av egenskapen ”mean reversion” og at bransjesnittet har vært relativt stabilt over analyseperioden. Beregninger av egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet tar imidlertid utgangspunkt i tallmaterialet presentert i fremtidsregnskapet i kapittel 9. *Tabell 10-5* viser utviklingen i fremtidig syntetisk rating for SalMar

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
<b>Likviditetsgrad 1</b>												
SalMar	2,24	2,24	2,24	2,24	2,24	2,24	2,24	2,24	2,24	2,24	2,24	2,24
Rating	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+
<b>Rentedekningsgrad</b>												
SalMar	11,83	11,83	11,83	11,83	11,83	11,83	11,83	11,83	11,83	11,83	11,83	11,83
Rating	AAA-	AAA-	AAA-	AAA-	AAA-	AAA-	AAA-	AAA-	AAA-	AAA-	AAA-	AAA-
<b>Egenkapitalprosent</b>												
SalMar	0,353	0,349	0,346	0,342	0,338	0,339	0,339	0,340	0,341	0,341	0,341	0,341
Rating	BB+	BB+	BB+	BB+	BB	BB	BB	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+
<b>Netto driftsrentabilitet</b>												
SalMar	0,178	0,120	0,095	0,073	0,054	0,066	0,078	0,092	0,107	0,124	0,124	0,124
Rating	A	BBB+	BBB	BB	BB-	BB	BB+	BBB-	BBB	BBB+	BBB+	BBB+
Gjennomsnittsrating	A	BBB+	BBB+	BBB+	BBB	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+
Lang kreditrisikopremie	0,010	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014

Tabell 10-5: Utvikling i fremtidig syntetisk rating.

Vi ser av tabellen at fremtidig syntetisk rating ligger i underkant av hva vi beregnet i analyseperioden. Predikert syntetisk rating i steady state er BBB+, en liten nedgang fra en rating på A i analyseperioden. Nedjusteringen av kredittrating skyldes forventning om en noe lavere egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet i fremtiden. Vår antakelse om økt gjeldsgrad ser ut til kun å ha en liten betydning for SalMars soliditet. Dette ser vi av den lange kreditrisikopremien som har økt fra 1,0% i analyseperioden til 1,4% i budsjettperioden.

### Finansielt gjeldskrav

Fremtidig finansielt gjeldskrav for SalMar bestemmes på tilsvarende vis som fastsettelsen av historiske krav. Følgelig benyttes Knivsflås (2016m) estimater på årlig lang kreditrisikopremie i fremtiden. Risikofri rente ble beregnet i avsnitt 10.1. Tabell 10-6 viser at finansielt gjeldskrav mer enn dobles over budsjettperioden som følge av at risikofri rente går mot en normalrente i steady state. Tabell 10-7 viser beregning av finansiell gjeldsbeta.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Syntetisk rating	A	BBB+	BBB+	BBB+	BBB	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+
Risikofri rente etter skatt	0,005	0,005	0,007	0,009	0,011	0,013	0,015	0,019	0,021	0,023	0,023	0,023
+ Kreditrisikopremie (krp)	0,010	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
= Finansielt gjeldskrav (fgk)	0,015	0,019	0,021	0,023	0,025	0,027	0,029	0,033	0,035	0,037	0,037	0,037

Tabell 10-6: Utvikling i fremtidig finansielt gjeldskrav.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Syntetisk rating	A	BBB+	BBB+	BBB+	BBB	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+
Lang krp	0,010	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
/ mvp etter skatt	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048
= Finansiell gjeldsbeta	0,208	0,292	0,292	0,292	0,292	0,292	0,292	0,292	0,292	0,292	0,292	0,292

Tabell 10-7: Fremtidig finansiell gjeldsbeta.

## Finansielt eiendelskrav

Fremtidig finansielt eiendelskrav er utregnet på samme måte som historisk krav. Det eneste som skiller historisk krav fra fremtidig krav er en endring i risikofri rente. Fremtidsregnskapet har et lavere spesifikasjonsnivå enn historisk resultatregnskapet, og følgelig er ikke de underliggende postene til finansielle eiendeler spesifisert. For å vekte kravene har vi derfor valgt å benytte tidsvektet historisk bransjegjennomsnitt for fordeling mellom de ulike finansielle eiendeler som et anslag for budsjettperioden. Videre har vi tatt utgangspunkt i en lineær utvikling av vektene i perioden fra 2016 til 2026. Dette innebærer at vi får et finansielt eiendelskrav lik 3,1% i steady state som vist i *Tabell 10-8*. *Tabell 10-9* viser fremtidig finansiell eiendelsbeta. Verdt å merke seg er at fordringsbeta i motsetning til historisk beta beregnes på bakgrunn av en markedsrisikopremie på 4,8% over hele budsjettperioden.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Kontantkrav	0,005	0,005	0,007	0,009	0,011	0,013	0,015	0,019	0,021	0,023	0,023	0,023
* (KON/FE) - kontantvekt	0,952	0,929	0,906	0,883	0,861	0,838	0,815	0,792	0,769	0,747	0,747	0,747
+ Fordringskrav	0,015	0,015	0,017	0,019	0,021	0,023	0,025	0,029	0,031	0,033	0,033	0,033
* (FOR/FE) -fordringsvekt	0,033	0,042	0,051	0,060	0,069	0,078	0,087	0,096	0,104	0,113	0,113	0,113
+ Investeringskrav	0,053	0,053	0,055	0,057	0,059	0,061	0,063	0,067	0,069	0,071	0,071	0,071
* (INV/FE) -investeringsvek	0,015	0,029	0,043	0,057	0,071	0,084	0,098	0,112	0,126	0,140	0,140	0,140
= Finansielt eiendelskrav	0,006	0,006	0,009	0,012	0,015	0,018	0,021	0,026	0,028	0,031	0,031	0,031

Tabell 10-8: Utvikling i fremtidig finansielt eiendelskrav.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Kontantbeta	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
* (KON/FE) - kontantsvekt	0,952	0,929	0,906	0,883	0,861	0,838	0,815	0,792	0,769	0,747	0,747	0,747
+ Fordringsbeta	0,208	0,208	0,208	0,208	0,208	0,208	0,208	0,208	0,208	0,208	0,208	0,208
* (FOR/FE) -fordringsvekt	0,033	0,042	0,051	0,060	0,069	0,078	0,087	0,096	0,104	0,113	0,113	0,113
+ Investeringsbeta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
* (INV/FE) -investeringsvekt	0,015	0,029	0,043	0,057	0,071	0,084	0,098	0,112	0,126	0,140	0,140	0,140
= Finansiell eiendelsbeta	0,022	0,038	0,053	0,069	0,085	0,101	0,116	0,132	0,148	0,164	0,164	0,164

Tabell 10-9: Fremtidig finansiell eiendelsbeta.

## Netto finansielt gjeldskrav

Netto finansielt gjeldskrav er beregnet som den vektete forskjellen mellom finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav. *Tabell 10-10* oppsummerer utviklingen i fremtidig netto finansielt gjeldskrav. Vi ser at netto finansielt gjeldskrav går fra 1,6% i år 2017 til 3,8% i steady state. Økningen skyldes i hovedsak økningen i finansielt gjeldskrav på grunn av den høye gjeldsvekten. *Tabell 10-11* viser fremtidig netto finansiell gjeldsbeta. Denne er benyttet i beregning av egenkapitalbetaen i avsnitt 10.1.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Finansielt gjeldskrav	0,015	0,019	0,021	0,023	0,025	0,027	0,029	0,033	0,035	0,037	0,037	0,037
* $FG_B/NFG_B$	1,171	1,167	1,170	1,174	1,177	1,181	1,188	1,195	1,202	1,209	1,216	1,216
- Finansielt eiendelskrav	0,006	0,006	0,009	0,012	0,015	0,018	0,021	0,026	0,028	0,031	0,031	0,031
* $FE_B/NFG_B$	0,171	0,167	0,170	0,174	0,177	0,181	0,188	0,195	0,202	0,209	0,216	0,216
= Netto finansielt gjeldskrav	0,016	0,021	0,023	0,025	0,026	0,028	0,031	0,035	0,037	0,038	0,038	0,038

Tabell 10-10: Utvikling i fremtidig netto finansielt gjeldskrav.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Finansiell gjeldsbeta	0,208	0,292	0,292	0,292	0,292	0,292	0,292	0,292	0,292	0,292	0,292	0,292
* $FG_B/NFG_B - \text{Gjeldsvekt}$	1,171	1,167	1,170	1,174	1,177	1,181	1,188	1,195	1,202	1,209	1,216	1,216
- Finansiell eiendelsbeta	0,022	0,038	0,053	0,069	0,085	0,101	0,116	0,132	0,148	0,164	0,164	0,164
* $FE_B/NFG_B - \text{Eiendelsvekt}$	0,171	0,167	0,170	0,174	0,177	0,181	0,188	0,195	0,202	0,209	0,216	0,216
= Netto finansiell gjeldsbeta	0,240	0,334	0,332	0,330	0,328	0,326	0,325	0,323	0,321	0,318	0,319	0,319

Tabell 10-11: Fremtidig netto finansiell gjeldsbeta.

### 10.3 Fremtidig selskapskrav

Kravet til selskapskapitalen kan måles som *sysselsatt kapitalkrav* eller *netto driftskrav*. Selskapskravene er vektete krav til SalMars ulike finansieringskilder. Utregningen kan leses i Tabell 10-12 og Tabell 10-13. En viktig bemerkning er at vektene som i første omgang er beregnet på bakgrunn av budsjetterte tall, er basert på *inngående kapital*, i motsetning til gjennomsnittlige kapitalbaser i kapittel 7. Årsaken til dette er at vi forutsetter at den fremtidige kontantstrømmen realiseres ved slutten av året, og dermed kan diskonteringen skje ved slutten av hvert år. Dette gjelder for øvrig alle fremtidsberegninger.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Egenkapitalkrav	0,044	0,045	0,044	0,047	0,049	0,051	0,054	0,058	0,062	0,064	0,064	0,064
* $EK_B/SSK_B$	0,600	0,593	0,586	0,579	0,572	0,565	0,567	0,569	0,570	0,572	0,574	0,574
+ Minoritetskrav	0,065	0,065	0,065	0,067	0,069	0,071	0,074	0,078	0,083	0,085	0,085	0,085
* $MI_B/SSK_B$	0,011	0,010	0,011	0,012	0,013	0,014	0,013	0,012	0,011	0,010	0,009	0,009
+ Finansielt gjeldskrav	0,015	0,019	0,021	0,023	0,025	0,027	0,029	0,033	0,035	0,037	0,037	0,037
* $FG_B/SSK_B$	0,389	0,396	0,403	0,409	0,415	0,421	0,420	0,419	0,418	0,418	0,417	0,417
= Sysselsatt kapitalkrav (ssk)	0,033	0,035	0,035	0,037	0,039	0,041	0,044	0,048	0,051	0,053	0,053	0,053

Tabell 10-12: Utvikling i fremtidig sysselsatt kapitalkrav.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Egenkapitalkrav	0,044	0,045	0,044	0,047	0,049	0,051	0,054	0,058	0,062	0,064	0,064	0,064
* $EK_B/NDK_B$	0,636	0,629	0,623	0,616	0,610	0,604	0,607	0,610	0,614	0,617	0,620	0,620
+ Minoritetskrav	0,065	0,065	0,065	0,067	0,069	0,071	0,074	0,078	0,083	0,085	0,085	0,085
* $MI_B/NDK_B$	0,011	0,011	0,012	0,013	0,014	0,015	0,014	0,013	0,012	0,011	0,010	0,010
+ Netto finansielt gjeldskrav	0,016	0,021	0,023	0,025	0,026	0,028	0,031	0,035	0,037	0,038	0,038	0,038
* $NFG_B/NDK_B$	0,352	0,360	0,365	0,371	0,376	0,381	0,379	0,377	0,374	0,372	0,370	0,370
= Netto driftskrav (ndk)	0,035	0,036	0,037	0,039	0,041	0,043	0,045	0,049	0,053	0,055	0,055	0,055

Tabell 10-13: Utvikling i fremtidig netto driftskrav.

### 10.4 Fremtidig strategisk fordel

På bakgrunn av beregnet fremtidsregnskap i kapittel 9 og fremtidskrav i dette kapitlet gjøres avslutningsvis en prediksjon på SalMars fremtidige strategiske fordel. Vi har antatt at det ikke vil være noen finansieringsfordel, og følgelig vil finansielle krav være lik finansiell

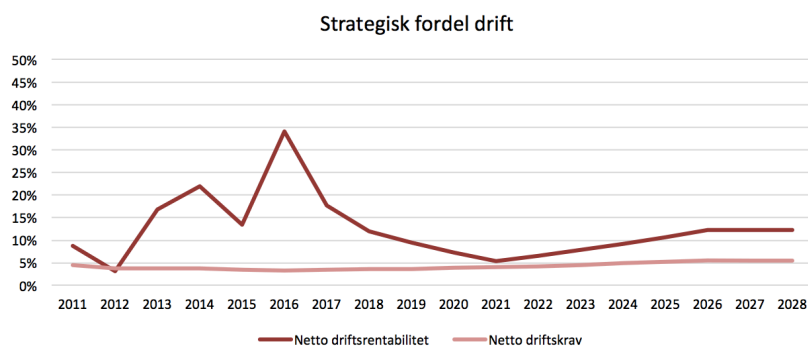
rentabilitet. Vi fant i kapittel 8 at SalMar har hatt en liten minoritetsulempe i analyseperioden. I kapittel 9 argumenterte vi for å la denne være lik null i budsjettperioden, i likhet med finansieringsfordelen. Følgelig vil driftsfordelen være bakenforliggende kilde til strategisk fordel og analysen i dette kapittelet vil derfor fokusere på driftsfordelen.

Tabell 10-14 oppsummerer den fremtidige strategiske fordel. Den viser en samlet driftsfordel på 11,1% i steady state. Diskusjon rundt denne vil vi komme tilbake til i slutten av avsnittet. Driftsfordelen følger utviklingstrekkene predikert for budsjettdriverne i kapittel 9. Dermed ser vi at driftsfordelen reduseres frem mot 2021, mens den deretter får en oppgang og stabiliserer seg i steady state.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Netto driftsrentabilitet	0,178	0,120	0,095	0,073	0,054	0,066	0,078	0,092	0,107	0,124	0,124	0,124
- Netto driftskrav	0,035	0,036	0,037	0,039	0,041	0,043	0,045	0,049	0,053	0,055	0,055	0,055
= Strategisk fordel drift	0,143	0,084	0,059	0,035	0,013	0,023	0,033	0,043	0,054	0,069	0,069	0,069
+ Gearingfordel drift	0,082	0,049	0,036	0,022	0,008	0,015	0,021	0,028	0,034	0,043	0,042	0,042
= Driftsfordel	0,225	0,133	0,094	0,056	0,022	0,038	0,054	0,071	0,089	0,111	0,111	0,111

Tabell 10-14: Fremtidig driftsfordel for SalMar.

Figur 10-1 viser utvikling i strategisk fordel drift, det vil si den *rene* driftsfordelen. I steady state er denne predikert til å være 6,9%. Som vist i rammeverket i kapittel 8 består den *rene* driftsfordelen av en bransjefordel og en ressursfordel. Over analyseperioden fant vi at bransjefordelen utgjorde det meste av den *rene* driftsfordelen, mens ressursfordelen bidro mindre. Dette er også en rimelig antagelse i fremtiden ettersom den strategiske ressursanalysen i kapittel 4 ikke avdekket noen tegn på at SalMar har ressurser som bidrar med varige konkurransefortrinn. I tillegg antas det at bransjen i fellesskap vil høste goder av teknologiske nyvinninger som blant annet SalMar er med på å utvikle. Dermed er det rimelig at bransjen i fremtiden vil oppleve en ny opptur når den nye teknologien er kommersialisert.



Figur 10-1: Utvikling i strategisk fordel drift.

### *Fremtidig superrentabilitet*

Superrentabiliteten beregnes som egenkapitalrentabiliteten fratrukket egenkapitalkravet. Det kan også beregnes ved å finne summen av driftsfordelen og finansieringsfordelen. I budsjettperioden og i steady state vil den fremtidige superrentabiliteten være lik driftsfordelen da både minoritetsfordel og netto finansiell gjeldsfordel antas å være lik null. *Tabell 10-4* viser at dette stemmer, da superrentabiliteten på 11,1% i steady state er lik driftsfordelen.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Egenkapitalrentabilitet	0,269	0,178	0,139	0,103	0,071	0,089	0,108	0,128	0,151	0,176	0,175	0,175
- Egenkapitalkrav	0,044	0,045	0,044	0,047	0,049	0,051	0,054	0,058	0,062	0,064	0,064	0,064
= Superrentabilitet	0,225	0,133	0,094	0,056	0,022	0,038	0,054	0,071	0,089	0,111	0,111	0,111

*Tabell 10-15: Fremtidig superrentabilitet for SalMar.*

En superrentabilitet til egenkapital på 11,1% i steady state virker høyt. Bakenforliggende usikre antagelser er gjort og mye er basert på historiske trender. Prognosen er gjort i 2016 da laksenæringen opplever gode tider, og vi kan ha blitt for optimistiske ved fastsettelse av fremtidsregnskap. I tillegg observeres et historisk lavt rentenivå, som reduserer egenkapitalkravet. Følgelig er det heftet stor usikkerhet ved superrentabiliteten i steady state, og at den mulig burde vært lavere. Likevel mener vi våre antagelser om fremtiden diskutert tidligere er rimelige, blant annet sett i lys av bransjens teknologiske nyvinninger. Derfor er det rimelig at SalMar har en viss strategisk fordel i fremtiden. Følgelig velger vi ikke å justere de bakenforliggende antagelsen før verdsettelsen.

## 11. Fundamental verdsettelse

Så langt i utredningen er det gjennomført strategiske kvalitative og kvantitative analyser der hensikten har vært å gi innsikt i de underliggende økonomiske forholdene til SalMar. Dette la grunnlag for utarbeidelse av fremtidsregnskap og fremtidskrav i henholdsvis kapittel 9 og 10. I dette kapitlet er hensikten å finne et verdiestimat på SalMars *egenkapitalverdi* med tilhørende *verdi per aksje*, basert på tallene utarbeidet i fremtidsregnskapet. I kapittel 12 gjennomføres en komparativ verdsettelse, som vil gi et supplerende verdiestimat. Det *endelige* verdiestimatet presenteres i kapittel 13, der verdiestimatene fra de to metodene vektet.

I kapittel 3 valgte vi fundamental verdsettelse som hovedmetode i utredningen. Det fremgikk at to typer metoder er aktuelle: egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. I det videre beskrives metodene og tilhørende modeller nærmere, med utgangspunkt i Knivsflås (2016n) fremgangsmåte. Metodene vil gi forskjellig estimat på egenkapitalverdien til SalMar når det i første steg benyttes balanseførte verdier for vektning av avkastningskravene. Det korrekte vil her være å benytte *verdibaserte* vekter. Det utføres dermed en konvergeringsprosedyre der vektene oppdateres ut i fra et gjennomsnittlig verdiestimat på egenkapitalen fra de tre metodene. Prosedyren gjennomføres i flere steg og resulterer i *ett* verdiestimat som er identisk på tvers av alle modellene. Avslutningsvis i kapitlet gjennomføres en *simulering* og *sensitivitetsanalyse* for å belyse usikkerheten ved verdiestimatet. Et viktig poeng det er verdt å merke seg ved modellene er at det antas en konstant vekst i horisonten på 4,5%. Dette ble diskutert i kapittel 9, der vi også presiserte at veksten i *verdensøkonomien* ble lagt til grunn.

### 11.1 Egenkapitalmetoden

Ved egenkapitalmetoden er det fire ulike modeller som kan benyttes. Modellene vil gi det samme verdiestimatet, og estimeringen innebærer en *direkte* verdsettelse av egenkapitalen. Prinsippet bak modellene er at verdien av egenkapitalen finnes ved å addere en base med nåverdien av verdistrømmen til egenkapital. Egenkapitalkravet vil i denne metoden utgjøre diskonteringsraten for nåverdiberegningene, og denne er konsistent med verdistrømmen.

#### 11.1.1 Utbyttmodellen

Utbyttmodellen tar utgangspunkt i netto betalt utbytte. Verdien av egenkapitalen i dag beregnes som *nåverdien av forventet fremtidig utbytte pluss nåverdien av horisontverdien*



ved konstant vekst. Det betyr at netto betalt utbytte neddiskonteres med de forventede årlige egenkapitalkravene.

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{NBU_t}{(1+ekk_1) \dots (1+ekk_t)} + \frac{NBU_{T+1}}{(1+ekk_1) \dots (1+ekk_T) (ekk-ekv)}$$

$NBU$  = Netto betalt utbytte  
 $T$  = Horisont = 2026

$ekk$  = egenkapitalkrav  
 $ekv$  = egenkapitalvekst

### 11.1.2 Fri kontantstrøm-modellen

Fri kontantstrøm-modellen tar utgangspunkt i den frie kontantstrømmen til egenkapital. Verdien av egenkapital i dag beregnes som *nåverdien av forventet fri kontantstrøm til egenkapital pluss nåverdien av horisontverdien ved konstant vekst*. Ettersom fri kontantstrøm til egenkapital er lik netto betalt utbytte, er denne modellen med andre ord identisk med utbyttmodellen. Derfor omtaler vi disse modellene som én modell.

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

$FKE$  = Fri kontantstrøm til egenkapital  
 $T$  = Horisont = 2026

$ekk$  = egenkapitalkrav  
 $ekv$  = egenkapitalvekst

### 11.1.3 Superprofittmodellen

Superprofittmodellen tar utgangspunkt i superprofitten til egenkapital, det vil si differansen mellom egenkapitalrentabiliteten og egenkapitalkravet multiplisert med balanseført egenkapital. Verdien av egenkapital i dag beregnes som *verdien av balanseført egenkapital i dag pluss nåverdien av fremtidig superprofitten til egenkapital pluss nåverdien av horisontverdien ved konstant vekst*.

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

$SPE$  = Superprofitt til egenkapital  
 $T$  = Horisont = 2026

$ekk$  = egenkapitalkrav  
 $ekv$  = egenkapitalvekst

### 11.1.4 Superprofittvekstmodellen

Superprofittvekstmodellen beregner verdien av egenkapital lik den *kapitaliserte verdien av nettoresultat til egenkapital uten vekst pluss nåverdien av den fremtidige veksten til superprofitt pluss nåverdien av horisontverdien ved konstant vekst*. Vekst betyr her økning i superprofitt, det vil si veksten gir verdi kun dersom den er lønnsom

$$VEK_0 = \frac{NRE_1}{ekk_1} + \frac{1}{ekk_1} * \left( \sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPE_t}{(1+ekk_1)*\dots*(1+ekk_{t-1})} + \frac{\Delta SPE_{T+2}}{(1+ekk_1)*\dots*(1+ekk_{T+1})*(ekk-ekv)} \right)$$

$$\begin{aligned} \Delta SPE &= \text{Superprofittvekst til egenkapital} & ekk &= \text{egenkapitalkrav} \\ T &= \text{Horisont} = 2026 & ekv &= \text{egenkapitalvekst} \end{aligned}$$

## 11.2 Selskapskapitalmetoden

Selskapskapitalmetoden finner verdien av egenkapitalen, til forskjell fra egenkapitalmetoden, ved en *indirekte* tilnærming. Metoden tar utgangspunkt i to kapitalstørrelser: sysselsatt kapital eller netto driftskapital. Disse tar videre utgangspunkt i balansen og finner verdien av egenkapitalen ved å trekke fra verdien av gjeld og minoritetsinteresser. Videre vil de tre modellene presentert under egenkapitalmetoden benyttes for å finne selskapsverdien. Diskonteringsratene er henholdsvis sysselsatt kapitalkrav eller netto driftskrav.

### 11.2.1 Sysselsatt kapitalmetoden

Sysselsatt kapitalmetoden finner verdien av egenkapitalen med utgangspunkt i *verdien av sysselsatt kapital fratrukket verdien av finansiell gjeld og minoritetsinteresser*.

$$VEK = VSSK - VFG - VMI$$

$$\begin{aligned} VEK &= \text{verdien av egenkapital} & VFG &= \text{verdien av finansiell gjeld} \\ VSSK &= \text{verdien av sysselsatt kapital} & VMI &= \text{verdien av minoritetsinteresser} \end{aligned}$$

### 11.2.2 Netto driftskapitalmetoden

Netto driftskapitalmetoden finner verdien av egenkapitalen med et utgangspunkt i *verdien av netto driftskapital fratrukket verdien av netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser*.

$$VEK = VNDK - VNFG - VMI$$

$$\begin{aligned} VEK &= \text{verdien av egenkapital} & VNFG &= \text{verdien av netto finansiell gjeld} \\ VNDK &= \text{verdien av netto driftskapital} & VMI &= \text{verdien av minoritetsinteresser} \end{aligned}$$

## 11.3 Første verdieestimat

Det første verdieestimatet gir oss en verdi på egenkapitalen basert på *budsjetterte vekter* i kapitalkravene. Likevel vil de tre ulike *modellene* gi oss samme verdieestimat for hver metode, mens estimatet vil være ulikt mellom de tre *metodene*. Av selskapsinformasjon på Oslo Børs (2016) finner vi at antall utstedte SalMar-aksjer er 113 299 999 stk. SalMar rapporterer i tredjekvartalsrapporten for 2016 at selskapet selv har en beholdning på 1,04% av utstedte aksjer. Dette utgjør 1 178 320 aksjer. Antall utestående aksjer er da 112 121 679. I videre beregninger tar vi utgangspunkt i verdien per aksje, det vil si at vi deler egenkapitalestimatet på antall *utestående aksjer*. De første verdieestimatene presenteres i påfølgende tabeller.

### 11.3.1 Egenkapitalmetoden

Fri kontantstrøm til EK/Utbyttmodellen:

	2016T	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T	T+1	T+2
												2027	2028	
Fri kontantstrøm til EK		276 121	397 077	222 216	17 981	1 068 552	911 487	894 408	898 352	931 686	695 543	758 639	792 778	
/ Diskonteringsfaktor		1,044	1,091	1,140	1,193	1,251	1,315	1,386	1,466	1,557	1,657	1,764	1,877	
= Nåverdi fra 2017 til 2027	5 091 739	264 395	363 836	194 941	15 071	853 863	693 066	645 425	612 971	598 348	419 703	430 119	422 318	
+ Nåverdi horisontverdi	23 284 423													
= Verdi av egenkapital	28 376 161													
/ Antall utestående aksjer	112 122													
= Verdieestimat per aksje	253,08													

Tabell 11-1: Fri kontantstrøm til EK/Utbyttmodellen.

Superprofittmodellen:

	2016T	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T	T+1	T+2
												2027	2028	
Balanseført egenkapital	4 329 556													
Superprofitt til egenkapitalen		973 214	693 382	541 268	355 067	151 333	243 363	328 818	409 174	499 635	618 571	645 900	674 965	
/ Diskonteringsfaktor		1,044	1,091	1,140	1,193	1,251	1,315	1,386	1,466	1,557	1,657	1,764	1,877	
= Nåverdi fra 2017 til 2027	8 551 983	931 884	635 336	474 832	297 594	120 928	185 046	237 283	279 191	320 876	373 257	366 200	359 558	
+ Nåverdi horisontverdi	19 824 178													
= Verdi av egenkapital	28 376 161													
/ Antall utestående aksjer	112 122													
= Verdieestimat per aksje	253,08													

Tabell 11-2: Superprofittmodellen – Egenkapitalmetoden.

Superprofittvekstmodellen:

	2016T	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T	T+1	T+2
												2027	2028	
Nettoreultat til EK i 2017		1 165 232												
Kapitalisert nettoreultat til EK	26 273 183													
(1+ekk <sub>t</sub> )*SPE <sub>t</sub>			724 134	565 274	370 814	158 045	254 156	343 401	427 321	521 794	646 005	674 546	704 900	
- (1+ekk <sub>t-1</sub> )*SPE <sub>t-1</sub>			1 017 024	724 229	566 534	372 419	159 039	256 430	347 754	434 728	531 764	658 348	687 433	
/ (1+ekk <sub>t</sub> )			1,045	1,044	1,047	1,049	1,051	1,054	1,058	1,062	1,064	1,064	1,064	
= Superprofittvekst til EK			-280 273	-152 185	-186 991	-204 386	90 509	82 540	75 234	81 948	107 340	15 219	16 412	
/ Diskonteringsfaktor			1,044	1,091	1,140	1,193	1,251	1,315	1,386	1,466	1,557	1,657	1,764	
= Nåverdi fra 2018 til 2027	-419 747		-268 371	-139 445	-164 039	-171 303	72 325	62 761	54 291	55 916	68 936	9 184	9 305	
= Kapitalisert verdi 2018 til 2027	-9 464 274													
Nåverdi horisontverdi	513 015													
Kapitalisert horisontverdi	11 567 252													
= Verdi av egenkapital	28 376 161													
/ Antall utestående aksjer	112 122													
= Verdieestimat per aksje	253,08													

Tabell 11-3: Superprofittvekstmodellen – Egenkapitalmetoden.

## 11.3.2 Sysselsatt kapitalmetoden

### Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital-modellen:

	2016T	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	T 2026	T+1 2027	T+2 2028
Fri kontantstrøm til SSK		-372 015	-13 099	-225 996	-478 523	1 495 626	1 348 669	1 253 676	1 199 607	1 177 307	676 838	728 877	761 676
/ Diskonteringsfaktor		1,033	1,069	1,106	1,147	1,192	1,241	1,296	1,357	1,427	1,503	1,583	2,636
= Nåverdi fra 2017 til 2027	4 934 919	-360 143	-12 255	-204 261	-417 026	1 254 368	1 086 559	967 691	883 857	825 126	450 427	460 576	288 986
+ Nåverdi horisontverdi	59 010 333												
= Verdi av sysselsatt kapital	63 945 252												
- Finansielle gjeld	2 809 200												
- Minoritetsinteresser	76 300												
= Verdi av egenkapital	61 059 752												
/ Antall utestående aksjer	112 122												
= Verdiestimat per aksje	544,58												

Tabell 11-4: Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital-modellen.

### Superprofittmodellen:

	2016T	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	T 2026	T+1 2027	T+2 2028
Balanseført sysselsatt kapital	7 215 056												
Superprofitt til sysselsatt kapital		973 214	693 382	541 268	355 067	151 333	243 363	328 818	409 174	499 635	618 571	645 900	674 965
/ Diskonteringsfaktor		1,033	1,069	1,106	1,147	1,192	1,241	1,296	1,357	1,427	1,503	1,583	2,636
= Nåverdi fra 2017 til 2027	4 437 749	942 155	648 705	489 213	309 436	126 922	196 066	253 809	301 475	350 174	411 651	408 143	256 087
+ Nåverdi horisontverdi	52 292 447												
= Verdi av sysselsatt kapital	63 945 252												
- Finansiell gjeld	2 809 200												
- Minoritetsinteresser	76 300												
= Verdien av egenkapital	61 059 752												
/ Antall utestående aksjer	112 122												
= Verdiestimat per aksje	544,58												

Tabell 11-5: Superprofittmodellen – Sysselsatt kapitalmetoden.

### Superprofittvekstmodellen:

	2016T	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	T 2026	T+1 2027	T+2 2028
Nettoresultat til SSK		1 211 060											
Kapitalisert nettoresultat til SSK	36 737 503												
(1+skk <sub>t</sub> )*SPE <sub>t</sub>			716 240	559 111	366 772	156 322	251 386	339 658	422 663	516 106	638 963	667 192	697 216
- (1+skk <sub>t-1</sub> )*SPE <sub>t-1</sub>			1 007 044	717 731	561 355	368 951	157 539	254 010	344 480	430 151	526 192	651 452	680 233
/ (1+skk <sub>t</sub> )			1,035	1,035	1,037	1,039	1,041	1,044	1,048	1,051	1,053	1,053	1,053
= Superprofittvekst til SSK			-281 035	-153 238	-187 620	-204 628	90 150	82 057	74 628	81 763	107 079	14 945	16 125
/ Diskonteringsfaktor			1,033	1,069	1,106	1,147	1,192	1,241	1,296	1,357	1,427	1,503	1,583
= Nåverdi fra 2018 til 2027	-418 780		-272 066	-143 364	-169 576	-178 330	75 608	66 109	57 604	60 242	75 048	9 946	10 189
Kapitalisert verdi 2015-2027	-12 703 688												
Horisontverdi	1 315 689												
Kapitalisert horisontverdi	39 911 437												
= Sysselsatt kapital	63 945 252												
- Finansiell gjeld	2 809 200												
- Minoritetsinteresser	76 300												
= Verdien av egenkapital	61 059 752												
/ Antall utestående aksjer	112 122												
= Verdiestimat per aksje	544,58												

Tabell 11-6: Superprofittvekstmodellen – Sysselsatt kapitalmetoden.

### 11.3.3 Netto driftskapitalmetoden

Fri kontantstrøm til netto driftskapital-modellen:

	2016T	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T	T+1	T+2
Fri kontantstrøm fra drift		-287 030	60 365	-144 694	-387 636	1 452 121	1 315 187	1 228 070	1 179 977	1 164 294	707 618	739 461	772 737	
/ Diskonteringsfaktor		1,035	1,072	1,112	1,155	1,202	1,253	1,310	1,374	1,447	1,527	1,611	1,699	
= Nåverdi fra 2017 til 2027	5 094 134	-277 427	56 292	-130 153	-335 679	1 208 278	1 049 599	937 539	858 543	804 492	463 506	459 142	454 820	
+ Nåverdi horisontverdi	48 307 274													
= Verdi av netto driftskapital	53 401 408													
- Netto finansiell gjeld	2 398 482													
- Minoritetsinteresser	76 300													
= Verdien av egenkapital	50 926 626													
/ Antall utestående aksjer	112 122													
= Verdiestimat per aksje	454,21													

Tabell 11-7: Fri kontantstrøm til netto driftskapital-modellen.

Superprofittmodellen:

	2016T	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T	T+1	T+2
Balanseført netto driftskapital	6 804 337													
Superprofitt fra netto driftskapital		973 214	693 382	541 268	355 067	151 333	243 363	328 818	409 174	499 635	618 571	645 900	674 965	
/ Diskonteringsfaktor		1,035	1,072	1,112	1,155	1,202	1,253	1,310	1,374	1,447	1,527	1,611	1,699	
= Nåverdi fra 2017 til 2027	4 401 947	940 652	646 607	486 873	307 476	125 921	194 218	251 028	297 712	345 233	405 179	401 049	397 273	
+ Nåverdi horisontverdi	42 195 124													
= Verdi av netto driftskapital	53 401 408													
- Netto finansiell gjeld	2 398 482													
- Minoritetsinteresser	76 300													
= Verdien av egenkapital	50 926 626													
/ Antall utestående aksjer	112 122													
= Verdiestimat per aksje	454,21													

Tabell 11-8: Superprofittmodellen – Netto driftskapitalmetoden.

Superprofittvekstmodellen:

	2016T	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T	T+1	T+2
Netto driftsresultat		1 208 756												
Kapitalisert netto driftsresultat	34 918 528													
- $(1+ndk_t) * SPE_t$			717 385	560 005	367 358	156 572	251 787	340 200	423 338	516 931	639 984	668 258	698 330	
/ $(1+ndk_t) * SPE_{t-1}$			1 008 698	718 849	562 231	369 528	157 784	254 404	345 011	430 861	527 054	652 551	681 380	
= Superprofittvekst til NDK			-281 066	-153 216	-187 607	-204 622	90 161	82 072	74 651	81 737	107 055	14 890	16 067	
/ Diskonteringsfaktor			1,035	1,072	1,112	1,155	1,202	1,253	1,310	1,374	1,447	1,527	1,611	
= Nåverdi fra 2018 til 2027			-271 662	-142 880	-168 753	-177 196	75 021	65 499	56 990	59 471	73 972	9 753	9 976	
Kapitalisert verdi 2015-2027	-12 126 752													
Horisontverdi	1 059 597													
Kapitalisert horisontverdi	30 609 632													
= Verdi av netto driftskapital	53 401 408													
- Netto finansiell gjeld	2 398 482													
- Minoritetsinteresser	76 300													
= Verdien av egenkapital	50 926 626													
/ Antall utestående aksjer	112 122													
= Verdiestimat per aksje	454,21													

Tabell 11-9: Superprofittvekstmodellen – Netto driftskapitalmetoden.

### 11.3.4 Oppsummering av første verdiestimat

Tabell 11-10 oppsummerer resultatet fra de ulike metodene og modellene basert på budsjetterte vekter. Alle modellene i hver metode gir samme verdiestimat, men det er store variasjoner mellom metodene. Vi ser at sysselsatt kapitalmetoden og netto driftskapitalmetoden gir betydelig høyere verdi enn egenkapitalmetoden. Dette skyldes at horisontverdien er høyere i disse metodene, som følge av lavere krav til henholdsvis sysselsatt kapital og netto driftskapital. Videre medfører dette en liten differansen mellom krav og vekst i horisontleddet, slik at horisontverdien ”blåses opp”. Første verdiestimat gir oss en gjennomsnittlig verdi av egenkapital på 46 787 513 000 kr. Verdien per aksje blir 417,29 kr.

#### Verdi av egenkapital:

	FKS/Utbytte-modellen	SP-modellen	ΔSP-modellen	Snitt
EK-metoden	28 376 161	28 376 161	28 376 161	28 376 161
SSK-metoden	61 059 752	61 059 752	61 059 752	61 059 752
NDK-metoden	50 926 626	50 926 626	50 926 626	50 926 626
Snitt	46 787 513	46 787 513	46 787 513	46 787 513

#### Verdiestimat per aksje:

	FKS/Utbytte-modellen	SP-modellen	ΔSP-modellen	Snitt
EK-metoden	253,08	253,08	253,08	253,08
SSK-metoden	544,58	544,58	544,58	544,58
NDK-metoden	454,21	454,21	454,21	454,21
Snitt	417,29	417,29	417,29	417,29

Tabell 11-10: Oppsummering av første verdiestimat.

Som diskutert i kapittel 9 gjorde vi en forenkling ved å anta at SalMar ikke oppnår en superrentabilitet tilknyttet netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser i fremtiden. Dette mente vi var rimelig blant annet fordi historiske tall viste at finansieringen ga en svært liten ulempe, og at minoritetsinteressene utgjorde en liten andel. I tillegg kan forskjellen mellom virkelig verdi og bokført verdi av finansposter under IFRS antas å være minimal (Beisland, 2014). Trolig ville en inkludering av disse postene til virkelig verdi gitt minimale utslag i verdiestimatet. Følgelig er virkelig verdi av netto finansiell gjeld, finansiell gjeld og minoritetsinteresser lik balanseførte verdier i 2016T i selskapsmetodene.

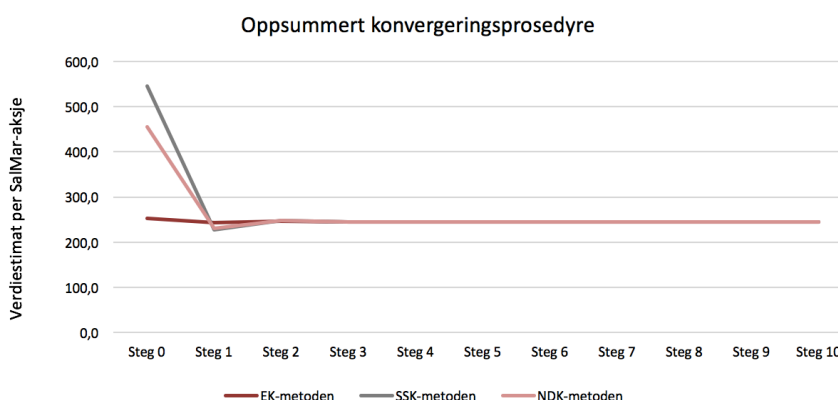
## 11.4 Konvergeringsprosedyre

Foreløpig er det benyttet budsjetterte vekter for å beregne diskonteringskravene. Det korrekte er å benytte vekter av *virkelig verdi*. Følgelig utføres en stegvis *konvergeringsprosedyre* i dette avsnittet. Prosessen tar utgangspunkt i gjennomsnittlig

egenkapitalverdi fra de ulike metodene. Videre innebærer det stegvis oppdatering av vektene, slik at alle metoder oppdateres for hvert steg og følgelig vil verdiestimatene også endres for hvert steg. Prosedyren er som følger:

1. Oppdater alle vektene ved å benytte gjennomsnittlig egenkapitalverdi fra første verdiestimat, og beregn nye avkastningskrav.
2. Beregn nye verdiestimat basert på de oppdaterte vektene, og deretter beregn nytt gjennomsnittlig verdiestimat.
3. Gjenta punkt 1 og 2 til verdien av egenkapitalen i de ulike metodene konvergerer mot et felles verdiestimat.

Konvergeringsprosedyren gjennomføres til det oppnås et *identisk* verdiestimat for egenkapitalmetoden, sysselsatt kapitalmetoden og netto driftskapitalmetoden. *Figur 11-1* viser at verdiestimatene allerede i steg 1 har konvergert betraktelig i retning av hverandre. Imidlertid viser beregningene i *Tabell 11-11* at først etter steg åtte gir metodene et identisk verdiestimat, med en nøyaktighet på fire desimaler.



*Figur 11-1: Oppsummering av konvergeringsprosedyren.*

	Steg 0	Steg 1	Steg 2	Steg 3	Steg 4	Steg 5	Steg 6	Steg 7	Steg 8	Steg 9	Steg 10
<b>EK-metoden</b>	253,08	242,53	245,69	245,29	245,34	245,33	245,33	245,3322	245,3322	245,3322	245,3322
<b>SSK-metoden</b>	544,58	226,63	247,69	245,05	245,37	245,33	245,33	245,3321	245,3322	245,3322	245,3322
<b>NDK-metoden</b>	454,21	230,20	247,23	245,11	245,36	245,33	245,33	245,3322	245,3322	245,3322	245,3322

*Tabell 11-11: Oppsummering av konvergeringsprosedyren.*

Konvergeringsprosedyren gir et samlet verdiestimat på 245,33 kr per SalMar-aksje. Dette gir en verdi av egenkapitalen på 27 507 058 000 kr. Til sammenligning er børskursen per 02.12.2016 på 262,30 kr. Det fundamentale verdiestimatet gir oss et Pris/Fortjeneste-forhold på 13,0 og et Pris/Bok-forhold på 6,4. Dette vil være noe lavere enn forholdstallene basert på

børsverdien, siden vi har beregnet et lavere verdiestimat. Verdt å bemerke er at vårt konvergente verdiestimat er lavere enn alle enkelte verdiestimat fra metodene i steg 0. Dette kan forklares ved at vi i første steg benytter balanseført egenkapital på 4 329 556 000 kr. som er lavere enn estimert verdi på egenkapital som ble 27 507 058 000 kr. Følgelig blir også vektene for egenkapitalkravet høyere ved slutten av konvergeringsprosessen. Dette gir høyere vektning av egenkapitalkravet, samtidig som selskapskravene øker. Dette resulterer i en lavere verdi på egenkapitalen for alle metoder i siste steg sammenlignet med første steg.

## 11.5 Analyse av usikkerhet

Det er knyttet stor usikkerhet til verdiestimatet på 245,33 kr. per aksje som ble funnet gjennom konvergeringsprosedyren. Dette skyldes at estimatet er et *punktestimat* som forutsetter at alle budsjett- og verdidrivere utvikler seg i tråd med våre analyser og antagelser om fremtiden, utledet i kapittel 9. Desto mer usikkerhet tilknyttet budsjettdriverne, desto mer usikkerhet vil det også være tilknyttet verdiestimatet. Siden vårt verdiestimat forutsetter fortsatt drift i fremtiden vil vi først se nærmere på konkurssannsynligheten til SalMar. Deretter utføres simulerings- og sensitivitetsanalyser for å undersøke hvordan verdiestimatet påvirkes når viktige budsjettdriverne endres.

### 11.5.1 Konkurssannsynlighet

Fremtidsregnskapet utarbeidet i kapittel 9 er laget under forutsetning om fortsatt drift, der konkurssannsynligheten kun blir tatt hensyn til *indirekte* gjennom syntetisk rating i avkastningskravet. Vi mener den faktiske konkurssannsynligheten trolig ikke er tilstrekkelig ivarettatt, noe som kan ha resultert i at vårt verdiestimat er for optimistisk. Derfor vil vi gjennomføre en *separat* vurdering av konkurrisikoen ved å nedjustere verdiestimatet, slik at den isolerte konkurssannsynligheten tas hensyn til. Justeringen gjøres med følgende formel (Knivsflå, 2016o):

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

$p$  = sannsynlighet for konkurs

FVEK = Fundamentalt verdiestimat per aksje

LVEK = Likvidasjonsverdi per aksje

I avsnitt 11.4 ble fundamentalt verdiestimat per aksje beregnet til 245,33 kr. Likvidasjonsverdien er verdien eierne sitter igjen med ved en fremtvungen avvikling, som typisk er konkurs (Damodaran, 2012). Dette innebærer ofte raskt salg av eiendelene til en



typisk lavere pris enn selskapet ellers ville fått ved et normalt salg. Vi antar at likvidasjonsverdien er lik null, noe som virker rimelig siden eierne stiller sist i køen, bak långivere og andre kreditorer, når verdier ved avvikling skal fordeles. Siden långivere ofte ikke får full dekning, vil det helle ikke være igjen verdier til eierne. Størrelsen på konkurssansynligheten vil avhenge av estimatet på fremtidig syntetisk rating. I analysen av risiko i kapittel 6 ble SalMars syntetiske rating for 2016T anslått å være A. I analysen av fremtidskrav ble det også anslått en A-rating for 2017, mens fra og med 2018 ble den vurdert til å være konstant lik BBB+. Vi mener dermed at rating på BBB+ er en fornuftig prediksjon på SalMars konkurssansynlighet. I følge statistikk fra Standard & Poor's presentert av Knivsflå (2016h) tilsvarer det en konkurssansynlighet på 0,3% ett år frem i tid. Gitt disse antagelsen får vi et justert verdiestimat per aksje på 244,60 kr. Beregningen er som følger:

$$(1-0,003) * 245,33 + 0,003 * 0 = 244,60$$

### 11.5.2 Simuleringsanalyse

Som nevnt innledningsvis er verdiestimatet basert på en predikert utvikling i budsjettdriverne. Etersom driverne er svært usikre, vil følgelig verdiestimatet være usikkert. Med simuleringsanalyser kan denne usikkerheten synliggjøres ved at kritiske budsjettdriverne gjøres til stokastiske eller *usikre* variabler (Knivsflå, 2016o). Dermed vil dette gi oss en *fordeling* av verdiestimatet i stedet for et punkttestimat. Vi vil i denne analysen fokusere på *driftsrelaterte* drivere siden vi forventer at driften har større betydning for verdiestimatet enn selskapets finansiering. Disse vil vi kalle *kritiske risikofaktorer*. Først vil vi se nærmere på ulike intervall hvor driverne kan variere. Deretter gjøres en simuleringsprosess i ”Crystal Ball” som er et tilleggsprogram i Excel.

#### *Kritiske faktorer*

Som beskrevet innledningsvis gjøres budsjettdriverne om til stokastiske eller usikre variabler med en sannsynlighetsfordeling. I praksis kan det være svært komplisert å operere med stokastiske utviklingsbaner (Hill et al., 2012). Derfor gjøres en forenkling ved å velge ulike budsjettpunkter med en *lineær* utvikling mellom punktene (Knivsflå, 2016o). Videre fokuseres det på driftsinntektsvekst, netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler, ettersom dette er de viktigste driverne med hensyn til driften. I tillegg vil vi gjøre en kortere vurdering av risikofri rente, markedsrisikopremien og finansiell gjeldsdel, ettersom dette er viktige drivere for krav. Det historiske standardavviket presentert i *Tabell 11-12* gir grunnlag for fastsettelse av standardavvik i budsjettperioden.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	St.avvik SalMar	St.avvik bransjen
Driftsinntektsvekst (div)	11,76 %	9,65 %	48,66 %	15,02 %	1,96 %	25,69 %	16,56 %	12,32 %
Netto driftsmargin (ndm)	14,91 %	8,34 %	17,86 %	21,14 %	15,19 %	24,05 %	5,48 %	3,89 %
Omløpet til netto driftseiendeler (onde)	0,896	0,818	1,152	1,222	1,119	1,555	26,12 %	40,19 %

Tabell 11-12: Historisk standardavvik for SalMar og bransjen.

Tabellen viser at de historiske standardavvikene for både SalMar og bransjen har vært relativt høye. Dette kan skyldes at laksenæringen er en syklisk bransje som fører til store variasjoner mellom år. Inntektene som drives av volatile laksepriser kan forklare noe av årsaken til de høye standardavvikene. Spørsmålet er hvorvidt vi forventer at standardavviket skal ligge på dette nivået også i fremtiden.

I fremtidsregnskapet er det antatt en jevn trend i utviklingen av de ulike driverne. Det er i stor grad tatt utgangspunkt i en lineær sammenheng, der trenden er nedadgående frem mot 2021, mens den stiger lineært igjen frem til steady state. Dette kan tale for at vi bør justere ned de historiske standardavvikene noe. Historisk er tilbudet av oppdrettslaks påvirket av sykdomsproblematikk som fører til lavere kapasitetsutnyttelse. I fremtiden kan havbaserte merder bidra til å løse slike utfordringer og vi forventer at disse er inntektsdrivende etter 2021. Dette drar i retning av at svingninger i tilbudet vil jevnes noe ut, og følgelig taler også dette for et noe lavere standardavvik i fremtiden.

Basert på diskusjonen over velger vi å justere ned standardavvikene noe. Det er enklere å predikere verdier på kort sikt enn på lang sikt. Følgelig antar vi et lavt standardavvik i det første budsjettpunktet. Videre har vi antatt avtagende vekst frem til 2021, men det er usikkert hvorvidt denne nedadgående trenden faktisk vil forekomme. Derfor antar vi at standardavviket vil være noe høyere for dette budsjettpunktet. For budsjettpunktene på lang sikt antar vi igjen et lavere standardavvik. Det er vanskelig å predikere hendelser langt frem i tid. Av den grunn har vi antatt en lineær utvikling med liten variasjon i budsjettdriverne. Følgelig er det rimelig at standardavvikene på lang sikt og i steady state er igjen på et lavere nivå. Det er verdt å merke seg at det antas en uniformfordeling på driftsinntektsveksten i steady state. Dette fordi antatt vekst på 4,5% i steady state ikke kan overgå egenkapitalkravet. De påfølgende tabellene viser forventet verdi, standardavvik og sannsynlighetsfordeling for de tre utvalgte driftsrelaterte driverne.

	Forventet driftsinntektsvekst	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1 (2017)	5,0 %	3,0 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt 2 (2018)	3,0 %	4,0 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt 3 (2021)	0,0 %	5,0 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt 4 (steady state)	4,5 %	U[4,0%;5,0%]	Uniformfordelt

Tabell 11-13: Forventet driftsinntektsvekst, standardavvik og sannsynlighetsfordeling.

	Forventet netto driftsmargin	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1 (2017)	12,5 %	2,0 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt 2 (2018)	10,0 %	2,0 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt 3 (2021)	6,0 %	4,0 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt 4 (steady state)	9,5 %	U[9,0%;10,0%]	Uniformfordelt

Tabell 11-14: Forventet netto driftsmargin, standardavvik og sannsynlighetsfordeling.

	Forventet onde	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1 (2017)	1,50	4,0 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt 2 (2018)	1,20	4,0 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt 3 (2021)	0,90	6,0 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt 4 (steady state)	1,30	4,0 %	Normalfordelt

Tabell 11-15: Forventet omløp til netto driftseiendeler, standardavvik og sannsynlighetsfordeling.

### Andre kritiske faktorer

Videre i simuleringen inkluderes tre andre drivere som har påvirkning på avkastningskravene. Dette er risikofri rente (NIBOR 3 mnd), markedsrisikopremie og finansiell gjeldsdel. Tabell 11-16 under viser en oversikt over forventet verdi, standardavvik og sannsynlighetsfordeling for andre kritiske faktorer.

	Forventet verdi	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
NIBOR 3 mnd. (før skatt, steady state)	0,035	U[3,0%;4,0%]	Uniformfordelt
Markedsrisikopremie (etter skatt, steady state)	0,048	U[4,3%;5,3%]	Uniformfordelt
Finansiell gjeldsdel (steady state)	0,450	U[4,0%;5,0%]	Uniformfordelt

Tabell 11-16: Forventet verdi, standardavvik og sannsynlighetsfordeling, Andre kritiske faktorer.

### Korrelasjon

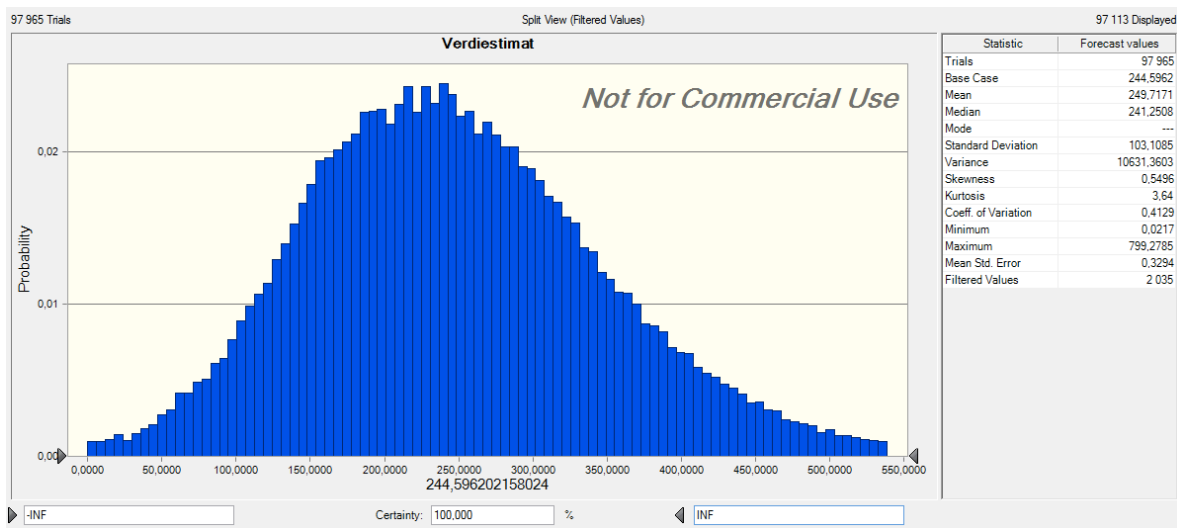
Nærmere analyse av budsjettdriverne viser at flere av driverne er korrelert, noe som betyr at utfallet av en trekning påvirker utfallet av en eller flere andre trekninger (Hill et al., 2012). Crystal Ball gir mulighet til å ta hensyn til dette i simuleringsprosessen ved å utføre korrelerte trekninger. Vi har tidligere sett at omløp til netto driftseiendeler og netto driftsmargin korrelerer med driftsinntektsveksten, noe utregningen av fremtidsregnskapet viser. Beregninger viser i tillegg at SalMars omløp til netto driftseiendeler har en positiv korrelasjon med netto driftsmargin på hele 92,2% over analyseperioden. Dette er imidlertid det motsatte av hva man skulle forvente, da en høy driftsmargin ofte vil gå på bekostning av

driftseiendelenes omløpshastighet. På bakgrunn av dette velger vi å nedjustere den historiske korrelasjonen og fastsetter skjønnsmessig en positiv korrelasjon på 25% i simuleringen.

Videre vil en høy vekst føre til økt avkastningskrav, ettersom bruk av kapital har en alternativkostnaden (Damodaran, 2012). For vårt formål predikeres en positiv korrelasjon mellom driftsinntektsvekst og markedspremie i steady state. Vi forutsetter at denne korrelasjonen også er på 25%.

### Resultat av simuleringsanalysen

Usikkerheten til SalMars verdiestimater er vist gjennom en såkalt "Monte Carlo"-simulering utført i Crystal Ball. Det er utført 100 000 trekninger for å få et tilstrekkelig utvalg. I programmet settes et intervall slik at det bare inkluderes verdier mellom 0 og 800, ettersom alle trekninger ikke er fornuftige. Vi har satt en nedre grense på 0 ettersom dette er konkursverdien. En øvre grense på 800 er basert på en skjønnsmessig vurdering. Antall trekninger som blir filtrert bort er 2035. Figur 11-2 viser resultatet fra simuleringen.



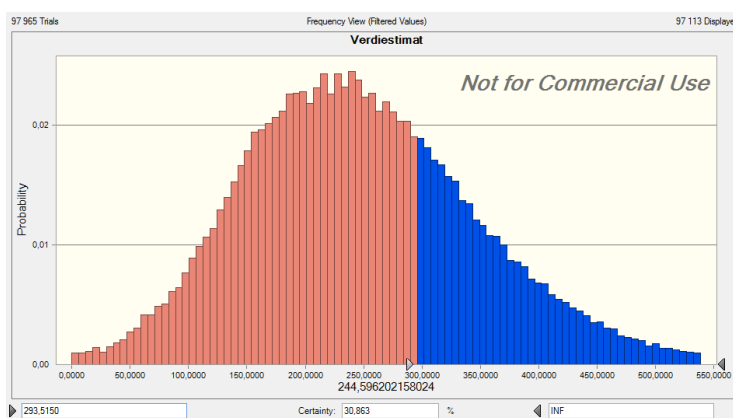
Figur 11-2: Resultat av Monte Carlo-simulering i Crystal Ball.

Simuleringen gir et gjennomsnittlig verdiestimater på 249,72 kr. Dette er noe høyere enn det konkursjusterte fundamentale verdiestimater eller *base case* på 244,60 kr. Medianen ligger noe under dette igjen, på 241,25 kr. Variasjonskoeffisienten er på 41,29%. Denne beskriver forholdet mellom standardavviket til verdiestimater og det gjennomsnittlige verdiestimater, altså det prosentvise standardavviket for verdiestimater per år. 41,29% bekrefter vissheten om at det er vesentlig usikkerhet tilknyttet verdiestimater. *Skewness* eller skjevhet referer til symmetrien rundt base case i trekningene (Hill et al., 2012). En verdi på 0 vil si at trekningene er perfekt normalfordelte. En skjevhet på 0,5496 virker rimelige da det er en noe

tyngre høyrehale. *Kurtois* eller kurtose refererer til hvor spisset fordelingen er (Hill et al., 2012). En perfekt normalfordeling har en kurtoseverdi på 3. Vårt resultat viser en verdi på 3,64. Dette refereres til som en *eksess* kurtose og betyr at det er større sannsynlighet for at ekstreme verdier inntreffer.

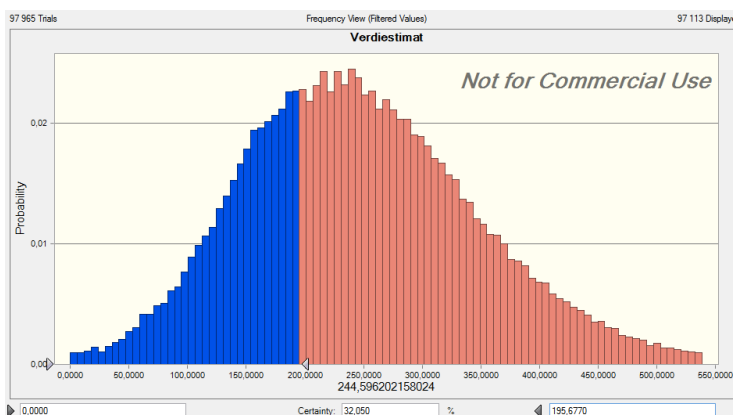
### Oppsidepotensial og nedsiderisiko

Videre vil vi se på sannsynligheter for at verdiestimatet vil ligge over eller under et gitt nivå. En grense er fastsatt til å være +/-20% av det konkursjusterte verdiestimatet. Oppsidepotensial sier noe om sannsynligheten for å få et høyere verdiestimat enn 120% av verdiestimatet på 244,60 kr. *Figur 11-3* viser resultatet. Det er 30,863% sannsynlighet for at verdiestimatet blir høyere enn 293,52 kr. Dette utgjør det blå feltet til høyre i figuren.



*Figur 11-3: Oppsidepotensial for verdiestimatet.*

Tilsvarende som oppsidepotensial har vi sett på sannsynligheten for å få en lavere verdi enn 80% av verdiestimatet på 244,60 kr. *Figur 11-4* viser resultatet. Det er 32,050% sannsynlighet for at verdiestimatet blir lavere enn 195,68 kr. Dette utgjør det blå feltet til venstre i figuren.



*Figur 11-4: Nedsiderisiko for verdiestimatet.*

Oppsummert er det rundt 63% sannsynlighet for oppsidepotensial og nedsiderisiko, noe som tilsier at det er en relativ stor sannsynlighet for ”ekstreme” utfall. Videre er det større sannsynlighet for en lavere verdi enn for en større verdi.

### Usikkerhet i verdiestimatet

Tabell 11-17 viser hvor mye variasjon i verdiestimatet som kan forklares av de ulike driverne.

Kritiske faktorer	Variasjon i verdiestimat
Netto driftsmargin steady state	53,40 %
Omløp til netto driftseiendeler steady state	20,20 %
Driftsinntektsvekst 2021	16,50 %
Driftsinntektsvekst 2018	4,30 %
Risikofri rente steady state	2,30 %
Netto driftsmargin 2021	1,30 %
Markedsrisikopremie steady state	1,0 %
Driftsinntektsvekst 2017	0,30 %
Finansiell gjeldsdel steady state	0,30 %
Netto driftsmargin 2018	0,20 %
Omløp til netto driftseiendeler 2021	0,10 %
Driftsinntektsvekst steady state	0,10 %

Tabell 11-17: Forklaring av variasjon i verdiestimatet.

Av tabellen ser vi at netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler i steady state er av størst betydning for variasjonen i verdiestimatet. Det er fornuftig at steady state forklarer mest av variasjonen, da horisontverdien er av størst betydning for verdiestimatet. Netto driftsmargin forklarer 53,40%, noe som indikerer at endringer i netto driftsmargin i fremtiden har stor betydning. Dette kan bety at resultater av SalMars satsning på forskning og utvikling vil ha betydning for fremtidig verdiestimatet. Høyteknologiske produksjonsanlegg og havmerder vil kunne føre til høye marginer slik vi fant i analysen i kapittel 8. Omløpet til netto driftseiendeler vil si driftsinntekt per krone investert, og forklarer 20,20% av variasjonen i verdiestimatet. Vi har antatt en svak positiv korrelasjon mellom netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler. Det er da rimelig at vi ser at omløpet til netto driftseiendeler også forklarer variasjon i verdiestimatet.

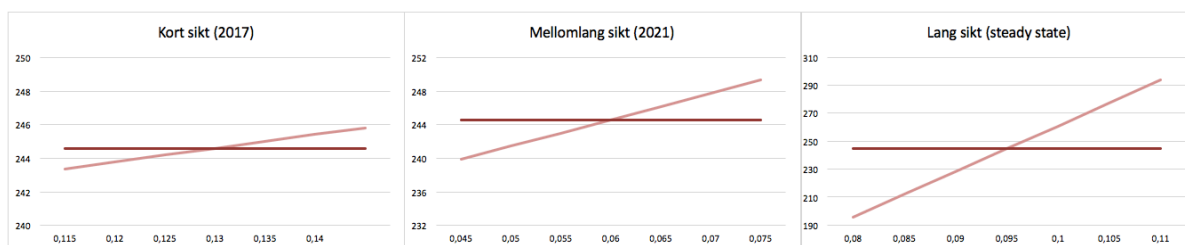
Videre forklarer driftsinntektsveksten i 2021 16,50% av variasjonen i verdiestimatet. Til sammenligning forklarer driftsinntektsveksten i steady state 0,10%. Det kunne vært forventet at steady state ville hatt større betydning enn 2021. Dette kan forklares med at vi har antatt et større standardavvik for 2021. I tillegg har vi antatt en uniformfordeling i steady state med en øvre og nedre grense, der standardavviket eller usikkerheten kan ha blitt noe lav.

### 11.5.3 Sensitivitetsanalyse

I denne delen av usikkerhetsanalysen vil vi finne ut hvordan verdiestimatet påvirkes dersom de kritiske faktorene endres. Simuleringsanalysen i *Crystal Ball* avdekket at netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler i steady state påvirker estimatet mest. Videre har driftsinntektsveksten i 2021 noe innvirkning på variasjonen i verdiestimatet. I tillegg er risikofri rente den finansielle driveren av størst betydning. Følgelig avgrenses det ved å se nærmere på disse fire faktorene.

#### Netto driftsmargin

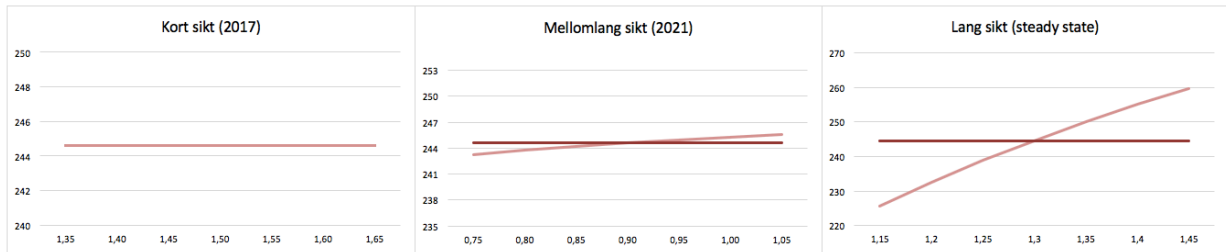
Figur 11-5 viser virkningen på verdiestimatet dersom netto driftsmargin endres. Vi ser av grafene at det er i steady state budsjettdriveren vil ha størst påvirkning. Dette er i tråd med resultatet fra simuleringen over. Dersom netto driftsmargin øker fra 9,5% til 11% i steady state vil verdiestimatet øker fra 244,60 kr til 293,56 kr. Det tilsvarer en økning på ca. 20%. En relativ liten økning i netto driftsmargin gir et vesentlig høyere verdiestimat. En tilsvarende reduksjon i marginen på 1,5%-poeng gir ca. 20% reduksjon i verdiestimatet. Dette tilsier at forholdene er tilnærmet lineære, noe vi også kan se ut i fra figuren.



Figur 11-5: Sensitivitetsanalyse for netto driftsmargin.

#### Omløpet til netto driftseiendeler

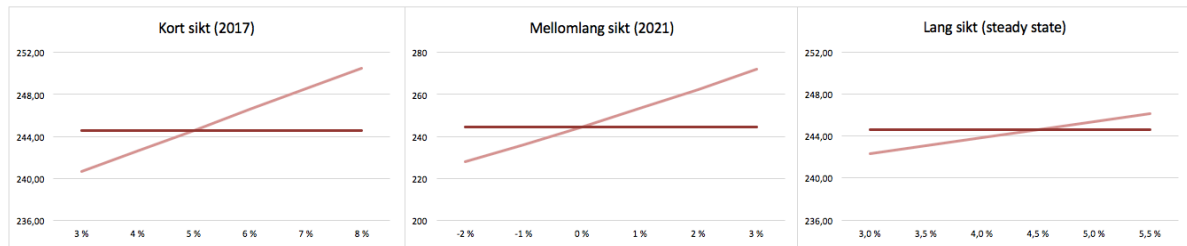
Figur 11-6 viser hvilken påvirkning omløpet til netto driftseiendeler vil ha på variasjonen i verdiestimatet. Figurene viser tydelig at steady state har størst betydning for variasjonen i verdiestimatet. Dette er i tråd med resultatet fra simuleringsanalysen. Omløpet til netto driftseiendeler på kort sikt vil på sin side ikke ha effekt på verdiestimatet. Dette er rimelig ettersom det er forventet at budsjettdriveren har størst betydning i steady state.



Figur 11-6: Sensitivitetsanalyse for omløpet til netto driftseiendeler.

## Driftsinntektsvekst

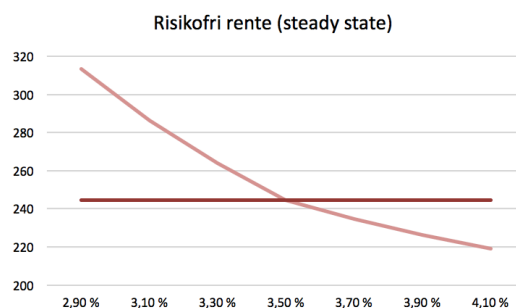
Figur 11-7 viser at driftsinntektsveksten på mellomlang sikt har mest å si for variasjonen i verdierestimater. Dette er i tråd med resultatet fra simuleringen. Det kan være noe overraskende at steady state ikke har mer å si, men som det ble diskutert kan dette skyldes et høyere antatt standardavvik på mellomlang sikt.



Figur 11-7: Sensitivitetsanalyse for driftsinntektsveksten.

## Risikofri rente

I endringen av risikofri rente er det *NIBOR 3 måneder* som antas å variere. Analysen er gjort i intervallet 2,9% til 4,1%. Dette gir en variasjon i verdierestimater på henholdsvis 313,54 kr. til 219,23 kr. Det vil si at jo lavere renten er, jo høyere blir verdierestimater. Dette er rimelig ettersom en lavere risikofri rente gir et lavere fremtidig avkastningskrav i steady state, som igjen vil gi et høyere verdierestimater. Videre viser grafen at en økende rente gir en avtagende reduksjon i verdierestimater. Det motsatte er tilfellet ved avtagende rente da vi får en tiltagende økning i verdierestimater. Dette er en følge av at grafen er konveks.



Figur 11-8: Sensitivitetsanalyse for risikofri rente.



## 11.6 Oppsummering av fundamental verdsettelse

I dette kapitlet ble det beregnet et verdiestimat basert på fremtidsregnskapet. De aktuelle metodene ble først presentert, før det deretter ble beregnet et første verdiestimat med budsjetterte vektorer basert på de ulike metodene. Videre ble det gjennomført en konvergeringsprosedyre som resulterte i et identisk verdiestimat for SalMar-aksjen for alle metoder. Dette ble på 245,33 kr.

I andre del av kapitlet ble det gjennomført en usikkerhetsanalyse der vi tok hensyn til konkurssannsynligheten til SalMar. Dette resulterte i en nedjustering av verdiestimatet til 244,60 kr. Underveis i utredningen er det gjort en rekke skjønnsbaserte vurderinger, noe som kan føre til usikkerhet i verdiestimatet. I simuleringsanalysen fant vi at verdiestimatet har et standardavvik på 41,29%, noe som bekrefter usikkerheten. Til slutt ble det identifisert at netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler i steady state er av størst betydning for variasjonen i verdiestimatet. Av de finansielle driverne viste simuleringsanalysen at risikofri rente er av størst betydning.

## 12. Komparativ verdsettelse

Fundamental verdsettelse ble valgt som hovedmetode i kapittel 3. Verdiestimatet basert på denne metoden inneholder stor usikkerhet slik det ble vist i forrige kapittel. Dermed kan det være hensiktsmessig å supplere med en annen metode. Til dette formål er komparativ verdsettelse valgt. Med denne metoden ønsker man å sammenligne aksjeverdien til selskapet med selskaper som driver innen samme virksomhetsområde (Damodaran, 2012). I dette kapitlet benyttes derfor metoden slik at vi kan sammenligne SalMar med et komparativt utvalg. Videre ble det vist at det er mulig å velge mellom multiplikatormodeller og substansverdimodeller. Multiplikatormodeller sammenligner egenkapitalen eller selskapskapitalen i det komparative utvalget, i motsetningen til substansverdimodeller som ser nærmere på salgsverdi. Vi finner det mest hensiktsmessig å benytte *multiplikatormodeller*. Disse modellene er også passende for den modne livssyklusfasen SalMar anses å være i. I tillegg er multiplikatormodeller ofte benyttet i praksis og er forholdsvis enkle å bruke. Det er enkelte ulemper knyttet til modellen slik som beskrevet i kapittel 3, men dette anses som mindre vesentlig her ettersom den komparative metoden i vårt tilfellet kun benyttes som en *supplerende* metode.

Det anses som hensiktsmessig å benytte samme komparative utvalg som benyttet under fundamental verdsettelse. Dette utvalget består av Marine Harvest, Lerøy, Grieg Seafood og NRS. Grunnet selskapenes fundamentale særegenheter kan det argumenteres for at de ikke er sammenlignbare (Damodaran, 2012). Dette er en ulempe ved metoden som det er vanskelig å unngå, ettersom det gjelder de aller fleste selskaper. Derfor beholder vi vårt utvalg som ble begrunnet nærmere i avsnitt 2.3. Det er også valgt å inkludere SalMar i det komparative utvalget, slik at sammenligningsgrunnlaget blir det samme for både komparativ og fundamental verdsettelse.

I det videre vil metoden og valg av ulike multiplikatorer bli presentert. Deretter beregnes verdiestimat basert på de ulike multiplikatorene. Til slutt i kapitlet oppsummeres funnene fra den komparative verdsettelsen.

### 12.1 Multiplikatorer

Multiplikatormodeller tar utgangspunkt i et tall fra resultatet eller balansen, for deretter å multiplisere med en faktor (Kaldestad & Møller, 2016). Generelt gjøres en verdsettelse av egenkapitalen ved hjelp av følgende formler:

**Egenkapitalmetoden, direkte metode:**  $VEK = m_k * basis$

**Selskapskapitalmetoden, indirekte metode:**  $VEK = m_k * basis - NFG - MI$

Det sentrale ved denne metoden er å finne en multiplikator med tilhørende basis. Det er særlig to krav til basisen. Den må være *positiv* og den må være *konsistent* med telleren i multiplikatoren. Sistnevnte innebærer at basisen må reflektere den underliggende verdidriveren til telleren. Det benyttes i tillegg *normaliserte* resultattall i likhet med fundamental verdsettelse. I formlene er multiplikatorene betegnet som  $m_k$ . I våre beregninger finner vi et bransjesnitt for multiplikatoren og benytter denne for å finne et verdiestimat for SalMar.

Det finnes en rekke ulike multiplikatorer som er mulige å benytte. De kan deles inn i tre kategorier: resultat- og kontantstrømorienterte, balanseorienterte og ikke-finansielle (Kaldestad & Møller, 2016). Vi velger å benytte multiplikatorer fra hver kategori, siden det er ulike fordeler og ulemper knyttet til de ulike multiplikatorene. Slik vil det gi mer bredde, da vi til slutt vil finne et gjennomsnitt av estimatene vi oppnår. Av ikke-finansielle multiplikatorer velges EV/Produsert volum. Av balanseførte multiplikatorer velges Pris/Bok, og av resultatorienterte velges Pris/Fortjeneste og EV/EBITDA. I det følgende presenteres fordeler og ulemper ved multiplene. For Pris/Fortjeneste og Pris/Bok benyttes både den direkte metoden og den indirekte metoden. Den direkte metoden er vanlig å benytte med beregning av disse multiplene, men en indirekte metode vil imidlertid i større grad ta hensyn til kapitalstrukturen (Kaldestad & Møller, 2016). Derfor ser vi det hensiktsmessig å gjennomføre begge metoder for disse to multiplene. For EV/EBITDA og EV/Produsert volum vil vi benytte den indirekte metoden.

### **Pris/Fortjeneste**

$$\frac{Price}{Earnings} = \frac{Markedsverdi\ av\ egenkapital}{Nettoresultat\ til\ egenkapital}$$

Denne multiplikatoren, også kjent som Price/Earnings eller P/E, er en populær multipl som er lett å kommunisere. Den viser forholdet mellom et selskaps markedsverdi og resultat. Kaldestad & Møller (2016) hevder den kan gi et bra estimat på kontantstrømmen til egenkapitalen for selskaper som har nådd en stabil vekstfase, slik som SalMar. På den annen

side ignorerer den sentrale faktorer som risiko og kapitalbehov. I tillegg påvirkes multiplene av selskapets finansieringsgrad, men denne svakheten kan unngås ved å benytte EV/EBITDA. Markedsverdi av egenkapital beregnes som aksjepris multiplisert med antall utestående aksjer. Med en indirekte beregning vil telleren være *markedsverdi av egenkapital pluss netto finansiell gjeld pluss minoritetsinteresser*, mens nevneren vil være *netto driftsresultat*.

### Pris/Bok

$$\frac{\text{Price}}{\text{Book}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Bokført verdi av egenkapital}}$$

Pris/Bok-multiplene gir en indikasjon på selskapets evne til verdiskaping (Kaldestad & Møller, 2016). Ofte vil en P/B større enn 1 tilsa at selskapet skaper merverdier på eiendelene, hvilket vil si at selskapet har en lønnsom drift. Imidlertid kan det tenkes at konservativ regnskapsføring også kan bidra til en P/B større enn 1. Videre kan multiplene benyttes på selskaper med negative resultater. Den største svakheten er at immatrielle eiendeler kan bli undervurdert, og følgelig vil bokført egenkapital undervurdes. Dette gjelder særlig eksempelvis konsultentselskaper, men rammer ikke SalMar i stor grad, ettersom selskapet har en liten andel immatrielle eiendeler. I tillegg er det en ulempe at ulike regnskapsføringer mellom to identiske selskaper kan gi to ulike multipler, for eksempel ved ulik avskrivningsprofil. Med en indirekte beregning vil telleren være *markedsverdi av egenkapital pluss netto finansiell gjeld pluss minoritetsinteresser*, mens nevneren vil være *netto driftskapital*.

### EV/EBITDA

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto finansiell gjeld} + \text{Minoritetsinteresser}}{\text{Driftsresultat før avskrivninger}}$$

EV/EBITDA-multiplene gjør det mulig å sammenligne den underliggende driften i selskapene, og er en av de mest anvendte multiplene (Kaldestad & Møller, 2016). I likhet med P/E er også denne multiplene enkel å forstå. Med denne multiplene er det også mulig å sammenligne selskaper med underskudd. Ulempene er at metoden utelukker elementer som

ulik risiko og investeringsbehov. Det er derfor hensiktsmessig å benytte den i kombinasjon med flere multipler.

### *EV/Produsert volum*

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{Produsert volum}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto finansiell gjeld} + \text{Minoritetsinteresser}}{\text{Produsert volum}}$$

EV/Produsert volum-multiplikatoren er ikke-finansiell, ettersom den ikke tar utgangspunkt i hverken resultatet, kontantstrømmen eller balansen. Den sammenligner derimot verdien av driften med produsert volum, som er en av flere størrelser som er mulig å benytte, og er dermed et godt mål på den relative størrelsen mellom markedsverdien og produsert volum. Multiplikaen kan sies å være en primitiv variant av EV/Salg, fordi nevneren reflekterer potensielle inntekter (Kaldestad & Møller, 2016). Den vil da forutsette at prisen og dermed marginen som hver kilo laks genererer er lik, mens i realiteten varierer lakseprisen gjennom året. Det er da grunn til å supplere denne multiplikaen med andre multipler, og generelt benytte metoden med varsomhet. Produsert volum er her målt som antall kilo slaktet laks, og tallene i aktuell tabell oppgis i tonn.

## 12.2 Komparative verdiestimat

Det er nå blitt foretatt valg av komparativt utvalg og multiplikatorer som skal benyttes i verdsettelsen. I det følgende beregnes multiplikatorene og de tilhørende verdiestimatene for SalMar. Den *komparative multiplikatoren* benyttes for å finne verdiestimatet til SalMar. Ettersom vi har tilgang på bransjetallene, benytter vi et ujustert gjennomsnitt (Kaldestad & Møller, 2016). I *Tabell 12-1* er det presentert nøkkeltall for aksjekurs og utestående aksjer som benyttes i de videre beregningene. Aksjekursene er hentet fra Oslo Børs 02.12.2016. Antall utestående aksjer er beregnet som antall utstedte aksjer fratrukket egne aksjer. Tallene er hentet fra seneste utgitte årsrapporter for selskapene. Det benyttes omgrupperte og justerte balansetall for 2016T som ble beregnet i kapittel 5. Disse oppgis i 1000 NOK.

	SalMar	MHG	Lerøy	Grieg	NRS
Aksjekurs 02.12.2016	262,30	151,10	458,70	79,25	199,00
Antall utestående aksjer	112 122	440 184	59 248	110 412	43 474

*Tabell 12-1: Nøkkeltall for komparativ verdsettelse.*

## 12.2.1 Verdiestimater med Pris/Fortjeneste

### Direkte metode

Tabell 12-2 viser beregningene av P/E-multiplikatoren med den direkte metoden. Den gir et bransjesnitt på 15,10. Selskapene kan vise til en multippel som ligger over gjennomsnittet for Oslo Børs de siste 60 årene, som har vært på 12,0 (Knivsfå, 2016p). Årsaken til et høyt P/E-tall kan være fordi markedsverdien til egenkapital er reflektert av investorenes forventning om fremtidig avkastning, som isolert sett vil øke multippelen. 2016 og de siste årene har vært gode år, og det kan være lett å la optimismen påvirke forventet fremtidig vekst. På den annen side vil gode år øke nettoresultat til egenkapital, som isolert sett vil føre til en reduksjon av multippelen. Med den direkte metoden blir verdiestimater på 285,28 kr per SalMar-aksje.

	SalMar	MHG	Lerøy	Grieg	NRS	Snitt
Markedsverdi EK	29 409 516	66 511 767	27 176 870	8 750 151	8 651 308	
/ Nettoresultat til EK	2 117 880	3 504 750	1 882 053	665 269	574 513	
= P/E-multiplikator	13,89	18,98	14,44	13,15	15,06	15,10

	SalMar
P/E-multiplikatoren	15,10
* Nettoresultat til EK	2 117 880
= Verdi av egenkapital	31 986 435
/ Antall aksjer	112 122
= Verdiestimater per aksje	285,28

Tabell 12-2: P/E-multiplikator og verdiestimater med den direkte metoden.

### Indirekte metode

Tabell 12-3 viser beregningene av P/E-multiplikatoren og verdiestimater med den indirekte metoden. Vi finner et verdiestimater på 274,90 kr per SalMar-aksje. Dette er noe høyt sammenlignet med konkursjustert verdiestimater fra fundamental verdsettelse som ligger på 244,60 kr. I tillegg ligger det over gjeldende aksjekurs på 262,30. Sammenligner vi den direkte metoden med den indirekte gir førstnevnte et høyere verdiestimater. Den indirekte metoden er i mindre grad sensitiv til kapitalstruktur, og derfor kan man argumentere for at denne er mer pålitelig. Følgelig vil vi benytte verdiestimater fra den indirekte metoden når vi til slutt skal finne et samlet verdiestimater for komparativ verdsettelse.

	SalMar	MHG	Lerøy	Grieg	NRS	Snitt
Markedsverdi EK + MI + NFG	31 884 298	74 203 629	28 005 738	10 501 610	8 799 903	
/ Netto driftsresultat	2 214 613	3 844 734	2 093 779	775 334	604 432	
= P/E-multiplikator	14,40	19,30	13,38	13,54	14,56	15,04

	SalMar
P/E-multiplikatoren	15,04
* Netto driftsresultat	2 214 613
- Balanseført NFG	2 398 482
- Balanseført MI	76 300
= Verdi av egenkapital	30 822 623
/ Antall aksjer	112 122
= Verdiestimat per aksje	274,90

Tabell 12-3: P/E-multiplikator og verdiestimat med den indirekte metoden.

## 12.2.2 Verdiestimat med Pris/Bok

### Direkte metode

Tabell 12-4 viser beregningene av P/B-multiplikatoren og verdiestimatet for de ulike selskapene med den *direkte* metoden. P/B kan fortelle oss hvilke merverdier selskapet skaper. Gjennomsnittlig multiplikator er beregnet til 6,94. Til sammenligning har gjennomsnittet på Oslo Børs de siste 105 årene ligget på 1,44 (Knivsflå, 2016p). For alle selskapene er multiplene noe høye i forhold til dette. I likhet med P/E, reflektere også denne multippelen en høy forventet avkastning i fremtiden. Marine Harvest skiller seg ut med en P/B på 14,21. Dette skyldes at verdien av biomasse ble justert ned til historisk kost, slik at bokført egenkapital ble vesentlig redusert. Ekskluderer vi Marine Harvest fra bransjesnittet vil vi få et nytt gjennomsnitt på 5,12. Vi ser at bransjesnittet med Marine Harvest ligger nærme P/B for SalMar. Følgelig velger vi å beholde Marine Harvest i utvalget. Det gir et verdiestimat på 267,94 kr.

	SalMar	MHG	Lerøy	Grieg	NRS	Snitt uten MHG	Snitt
Markedsverdi EK	29 409 516	66 511 767	27 176 870	8 750 151	8 651 308		
/ Bokført verdi av EK	4 329 556	4 680 715	9 820 595	2 329 620	1 206 964		
= P/B-multiplikator	6,79	14,21	2,77	3,76	7,17	5,12	6,94

	SalMar
P/B-multiplikator	6,94
* Bokført verdi av EK	4 329 556
= Verdi av egenkapital	30 041 646
/ Antall aksjer	112 122
= Verdiestimat per aksje	267,94

Tabell 12-4: P/B-multiplikator og verdiestimat med den direkte metoden.

## Indirekte metode

Tabell 12-5 viser at den indirekte metoden gir en P/B-multiplikator på 4,48 og et verdiesestimater til SalMar-aksjen er 249,54 kr. Til forskjell fra den direkte metoden blir ikke Marine Harvest sin multiplikator relativ høy fordi indirekte metode ikke tar utgangspunkt i den nedjusterte egenkapitalen isolert sett, men inkluderer også netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser. I likhet med P/E-metoden vektlegges den indirekte metoden i vårt endelige verdiesimater på grunn av hensyn til kapitalstruktur.

	SalMar	MHG	Lerøy	Grieg	NRS	Snitt
Markedsverdi EK + MI + NFG	31 884 298	74 203 629	28 005 738	10 501 610	8 799 903	
/ Netto driftskapital	6 804 337	12 372 576	10 649 462	4 081 079	1 355 558	
= P/B-multiplikator	4,69	6,00	2,63	2,57	6,49	4,48

	SalMar
P/B-multiplikator	4,48
* Balanseført NDK	6 804 337
- Balanseført NFG	2 398 482
- Balanseført MI	76 300
= Verdi av egenkapital	27 978 777
/ Antall aksjer	112 122
= Verdiesimater per aksje	249,54

Tabell 12-5: P/B-multiplikator og verdiesimater med den indirekte metoden.

### 12.2.3 Verdiesimater med EV/EBITDA

Tabell 12-6 viser beregningene av EV/EBITDA-multiplikatoren og verdiesimateret. Multiplene gjør det mulig å sammenligne den underliggende driften på tvers av bransjen. Vi ser at Marine Harvest og NRS har en multiplere som ligger noe høyere enn SalMar. SalMar ligger derimot nærme bransjesnittet, og skiller seg dermed ikke ut. Bransjesnittet for multiplikatoren er på 10,24. Det er rimelig å sammenligne denne multiplikatoren med P/E fordi begge er resultatorienterte. EV/EBITDA ligger lavere enn P/E med indirekte beregning. Dette er rimelig fordi selskapsverdien, altså teller, er lik i begge metoder, mens driftsresultat før avskrivninger er høyere enn netto driftsresultat. Totalt sett får vi et verdiesimater på 257,37 kr per SalMar-aksje, som er lavere med EV/EBITDA-metoden.



	SalMar	MHG	Lerøy	Grieg	NRS	Snitt
Markedsverdi EK	29 409 516	66 511 767	27 176 870	8 750 151	8 651 308	
+ Balanseført NFG	2 398 482	7 686 281	-103 342	1 714 993	124 213	
+ Balanseført MI	76 300	5 580	932 210	36 466	24 381	
= Enterprise Value	31 884 298	74 203 629	28 005 738	10 501 610	8 799 903	
/ EBITDA	3 059 389	6 365 615	3 072 455	1 191 669	785 799	
= EV/EBITDA-multiplikator	10,42	11,66	9,12	8,81	11,20	10,24

	SalMar
EV/EBITDA-multiplikator	10,24
* EBITDA	3 059 389
- Balanseført NFG	2 398 482
- Balanseført MI	76 300
= Verdi av egenkapital	28 856 430
/ Antall aksjer	112 122
= Verdiestimat per aksje	257,37

Tabell 12-6: EV/EBITDA-multiplikatoren og verdiestimat.

## 12.2.4 Verdiestimat med EV/Produsert volum

Tabell 12-7 viser beregningene av EV/Produsert volum-multiplikatoren og verdiestimatet. Det gir en multiplikator på 208,02 og et verdiestimat på 211,70 kr. Vi ser av tabellen at det er store variasjoner innad i bransjen, og at bransjesnittet er betydelig lavere enn SalMars multipl. Det er flere forhold som gir grunn til å argumentere for at metoden er mindre pålitelig. Blant annet er benyttede volumtall i bransjen ikke konsistent, da det i årsrapportene er rapportert ulike tall med hensyn på fiskeart, og slaktet volum versus solgt volum. I tillegg forutsetter metoden at lakseprisen er lik gjennom hele året og at hver laks genererer like mye verdi. I realiteten varierer lakseprisen gjennom året. Dette taler for at metoden bør benyttes med varsomhet og følgelig vil vi legge mindre vekt på denne i det endelige verdiestimatet fra komparativ verdsettelse.

	SalMar	MHG	Lerøy	Grieg	NRS	Snitt
Markedsverdi egenkapital	29 409 516	66 511 767	27 176 870	8 750 151	8 651 308	
+ Balanseført NFG	2 398 482	7 686 281	-103 342	1 714 993	124 213	
+ Balanseført MI	76 300	5 580	932 210	36 466	24 381	
= Enterprise Value	31 884 298	74 203 629	28 005 738	10 501 610	8 799 903	
/ Produsert volum	126 000	379 166	183 000	68 000	30 997	
= EV/Produsert volum-multiplikator	253,05	195,70	153,04	154,44	283,90	208,02

	SalMar
EV/Produsert volum-multiplikator	208,02
* Produsert volum	126 000
- Balanseført NFG	2 398 482
- Balanseført MI	76 300
= Egenkapitalverdi	23 736 236
/ Antall aksjer	112 122
= Verdiestimat per aksje	211,70

Tabell 12-7: EV/Produsert volum-multiplikatoren og verdiestimat.

## 12.3 Oppsummering av komparativ verdsettelse

Avslutningsvis beregnes et samlet komparativt verdiestimat. *Tabellen 12-8* presenterer de ulike verdiestimatene fra hver metode.

	Vekter	Verdiestimat
P/E - Indirekte	30 %	274,90
P/B - Indirekte	30 %	249,54
EV/EBITDA	30 %	257,37
EV/Produsert volum	10 %	211,70
Vektet snitt	100 %	255,71

*Tabell 12-8: Gjennomsnittlig verdiestimat for SalMar med komparativ verdsettelse.*

De ulike metodene gir noe spredning i verdiestimatet. P/E gir det høyeste estimatet på 274,90 kr, mens EV/Produsert volum gir det laveste estimatet på 211,70 kr. Sistnevnte metode benytter ikke-finansielle tall, og teorien anbefalte at denne metoden benyttes som supplerer til flere multipler. Volum kan gi viktig innsikt, og følgelig lar vi den være inkludert i det gjennomsnittlige verdiestimatet, men med lavere vekt enn de andre metodene. EV/Produsert volum vektes med 10%, mens resterende metoder vektes med 30%.

Gjennomsnittlig verdiestimat for SalMar sin aksje blir med komparativ verdsettelse 255,71 kr. Dette ligger under aksjekursen per 02.12.2016 som er på 262,30 kr, men over det konkursjusterte fundamentale verdiestimatet på 244,60 kr. Selskapene er blitt vektet likt i alle metodene, det vil si at det er benyttet et ujustert gjennomsnitt som tidligere forklart.

For den komparative verdsettelsen konkluderer vi med et verdiestimat for SalMar-aksjen på 255,71 kr. I utredningens påfølgende og siste kapittel vurderes de to oppnådde verdiestimatene under ett og det utarbeides en samlet konklusjon.

## 13. Oppsummering og handlingsstrategi

I dette kapittelet oppsummeres først de viktigste funnene i utredningen. Deretter presenteres vårt endelige verdiestimat. Basert på en sammenligning med børskurs for 02.12.2016 foreslås det avslutningsvis en handlingsstrategi. Handlingsstrategien vil utgjøre vår endelige konklusjon for utredningen.

### 13.1 Oppsummering

Formålet med denne utredningen var å finne et verdiestimat på SalMars egenkapital og et tilhørende estimat på aksjekursen. Hovedmetoden som ble valgt til dette formålet var fundamental verdsettelse. For å øke treffsikkerheten og påliteligheten ved det endelige verdiestimatet har vi i tillegg benyttet komparativ verdsettelsesmetode. Utredningen startet med en presentasjon av laksenæringen generelt, samt en nærmere beskrivelse av SalMar og utvalgte konkurrenter. Der så vi at laksenæringen har opplevd solid vekst de senere årene, og at norsk laks nå er i særstilling på det internasjonale markedet med tanke på kvalitet og etterspørsel. SalMars posisjon har blitt kraftig styrket gjennom 2000-tallet og aksjekursen har hatt en voldsom utvikling bare i 2016. Næringen som helhet opplever gode priser på et verdensmarked som stadig vokser.

I kapittel 4 ble det utført strategiske analyser. I den eksterne bransjeanalysen fant vi at bransjen opplever moderate trusler fra eksterne faktorer. Totalt sett er sykdomsproblematikk, herunder lakselus, den største trusselen for næringen. I fremtiden kan næringen forvente en endret internasjonal konkurransearena, samt endrede handelsavtaler og handelsbarrierer som følge av blant annet politiske endringer i den vestlige verden. Videre så vi at bransjen står overfor en rekke spennende muligheter. Blant annet satses det på teknologisk utvikling innen havbruk, der SalMar bidrar med sitt havmerdprosjekt. I tillegg viser norsk politikk en vilje til å satse, noe som kan gjøre det lettere for bransjen å styrke sin posisjon i fremtiden. Man ser samtidig en trend, særlig i den vestlige verden, mot økt fokus på økologisk mat og sushi-popularitet. Det ventes også store ekspansjonsmuligheter ettersom en kraftig forventet økning i verdensbefolkningen krever økt behov for matproduksjon.

I den interne ressursbaserte analysen ble de viktigste ressursene til SalMar diskutert. Ressursene som ble trukket frem var *teknologi og forskningskompetanse, produksjonsanlegget InnovaMar, lokasjon i nordlige områder, produktfokus* og *økologiske konsesjoner*. Vi fant at produksjonsanlegget InnovaMar gir dem et midlertidig

konkurransefortrinn. Imidlertid kan denne ressursen imiteres av konkurrentene, og følgelig forventes det ikke at fortrinnet vil vedvare i fremtiden. Videre virker den teknologiske satsingen som SalMar gjør å være en styrke for selskapet, da det kan føre til lavere produksjonskostnader på sikt, samt virke posisjonerende.

Påfølgende kapitler tok for seg den kvantitative regnskapsanalysen. I kapittel 5 ble SalMars regnskap og balanse presentert for 2010 til 2016T. Det ble gjort en grundig analyse der resultatpostene ble klassifisert som unormale eller normale, mens balansepostene ble skilt i drifts- og finansposter. Et slikt skille mellom drift og finansiering er markert gjennom hele utredningen. Videre ble det gjort en vurdering av hvorvidt det forelå målefeil i regnskapene. Vi fant det mest hensiktsmessig å justere biologiske eiendeler fra virkelig verdi til historisk kost. Kapitlet resulterte i omgruppert og justert resultatregnskap og balanse for SalMar.

I kapittel 6 ble kredittrisikoen til SalMar og bransjen analysert. Analyse av likviditets- og soliditetsrisikoen viste at både SalMar og komparative selskaper virker å være relativt solid finansiert, noe som ble oppsummert i en syntetisk rating. SalMar ble tildelt en tidsvektet rating på A, mens bransjen fikk en marginalt lavere rating på A-.

I påfølgende kapittel ble det beregnet avkastningskrav. Mer konkret beregnet vi krav til egenkapital, minoritetsinteresser, netto finansielle gjeld og netto driftskapital. Egenkapitalkrav og netto driftskrav ble her ansett som de viktigste kravene. Viktige faktorer som ble beregnet og diskutert var blant annet risikofri rente, egenkapitalbeta og markedsrisikopremie. Risikofri rente etter skatt er per i dag lav og gjennomsnittlig rente over analyseperioden ble beregnet til 0,9%. Markedsrisikopremien ble regnet ut med bakgrunn i empiri, og ble i gjennomsnitt beregnet til 4,7%. Egenkapitalbetaen for SalMar og bransjen ble estimert ved hjelp av en regresjonsanalyse. Vi fant at SalMar hadde en egenkapitalbeta i gjennomsnitt på 0,4664. Regresjonsanalysen hadde en svært lav forklaringskraft, hvilket har betydning for påliteligheten til egenkapitalkravet. Egenkapitalkravet og netto driftskravet til SalMar ble beregnet til henholdsvis 4,9% og 3,8%.

I kapittel 8 ble det gjennomført en lønnsomhetsanalyse der vi kvantifiserte SalMars strategiske fordel til å være 31,4%. Denne fordelten er generert av bakenforliggende forhold relatert til både drift og finans. Vi fant at driften medfører en fordel på 33,4%, mens finansieringen ga en ulempe i superprofitt på 2%. Av driftsfordelen sto ren driftsfordel for rundt to tredeler av fordelten, mens gearingen sto for det resterende. Herunder fant vi at det

---

meste ble generert av bransjefordelen på 13,4%, mens ressursfordelen ble tilskrevet 6,2%. Dette er i tråd med det vi fant under den strategiske analysen, hvor det ble avdekket at SalMars ressurser ikke genererer varige konkurransefordeler. Videre fant vi at finansieringsulempen på 2% skyldes en ulempe vedrørende finansiell gjeld og minoritetsinteressene. Disse viste seg å være marginale, noe som bekreftet vår forventning om at finansiering hverken vil gi en strategisk fordel eller ulempe.

Basert på innsikten i underliggende økonomiske forhold hos SalMar fra foregående kapitler, ble det i kapittel 9 og 10 utarbeidet prognoser for SalMars fremtidsutsikter. Her ble selskapets fremtid analysert og kvantifisert ved bruk av en rekke viktige budsjett drivere. Det ble lagt stor vekt på driftsinntektsveksten, da dette er en viktig bakenforliggende driver for flere andre drivere. Som et resultat av forventning om fall i lakseprisene og minimal volumøkning, antok vi en nedgang i driftsinntektsveksten mot år 2021. Videre antok vi en lineær positiv utvikling frem mot steady state, der vi antok en konstant vekst på 4,5%. Innsikt som her er lagt til grunn er utviklingen innen teknologiske nyvinninger, og hvilken påvirkning dette vil kunne få på pris og volum. Avslutningsvis i kapittel 9 presenterte vi fullstendig fremtidig resultatregnskap, balanse og fri kontantstrøm til egenkapital. I kapittel 10 ble de fremtidige avkastningskravene beregnet basert på teori presentert i kapittel 7. SalMars fremtidige strategiske fordel ble beregnet til 11,1%, noe vi mener kan virke noe høyt. Fremtidsutsiktene anslås totalt sett å være gode.

I kapittel 11 ble det beregnet et verdiestimat på SalMar-aksjen per 31.12.2016. Etter en stegvis konvergeringsprosedyre ble et felles verdiestimat beregnet til 245,33 kr. Videre utførte vi en usikkerhetsanalyse. Ettersom det foreligger en viss sannsynlighet for konkurs, ble vårt fundamentale verdiestimat nedjustert til 244,60 kr. Simuleringsanalyse viste at verdiestimatet har et årlig standardavvik på 41,29%, noe som bekrefter at det er usikkerhet heftet ved verdiestimatet. Det ble avdekket at netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler i steady state har størst betydning for variasjonen i verdiestimatet.

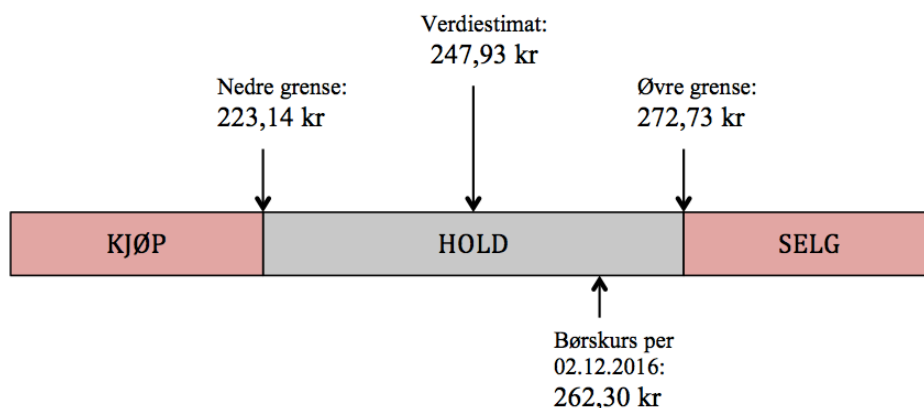
Kapittel 12 supplerte den fundamentale verdsettelsen med en *komparativ verdsettelse*. Denne metoden ga til slutt et samlet gjennomsnittlig verdiestimat for SalMar-aksjen på 255,71 kr.

## 13.2 Handlingsstrategi

Avslutningsvis utarbeides en handlingsstrategi som utgjør vår endelige konklusjon. Først vil vi finne et *endelig verdiestimat* ved å vekte estimatene fra de to verdsettelsesteknikkene. Den fundamentale verdsettelsen gir et konkursjustert verdiestimat på 244,60 kr. I den komparative verdsettelsen ble det beregnet et verdiestimat på 255,71 kr. Fundamental verdsettelse har gitt dypere innsikt i *underliggende økonomiske forhold*. Både kvalitative analyser i del 1 av utredningen og kvantitative analyser i del 2 og 3 har bidratt til å gi et mer helhetlig bilde av SalMar og oppdrettsbransjen. Denne kunnskapen har bidratt til å gjøre verdiestimatet mer pålitelig og treffsikkert. Til sammenligning er den komparative verdsettelsen en enklere metode, men er likevel mye benyttet i praksis. På bakgrunn av dette velger vi å vektlegge det konkursjusterte verdiestimatet fra fundamental verdsettelse med den største vekten på 70% og det komparative verdiestimatet med 30%. Vårt *endelige* verdiestimat blir følgelig 247,93 kr, noe som er vist med følgende beregning:

$$244,60 \text{ kr} * 70\% + 255,71 \text{ kr} * 30\% = 247,93 \text{ kr.}$$

Det er heftet vesentlig usikkerhet ved begge verdiestimatene. Dette skyldes at analysen inneholder en rekke usikkerhetsmomenter, slik som tilgang på informasjon og skjønnsbaserte valg. Psykologiske faktorer kan også spille inn, ved at man eksempelvis i gode tider lar sin optimisme påvirke verdiestimatet i for stor grad. Tilsvarende kan pessimisme føre til et for lavt verdiestimat i dårlige tider. Dette gjelder særlig for sykliske bransjer som oppdrettsnæringen. Selv om aksjekursen i teorien skal reflektere all tilgjengelig informasjon, vil irrasjonelle beslutninger kunne medføre tilfeldige svingninger. Det kan da være hensiktsmessig å sette praktiske grenser for et intervall slik at børskursen skal ligge betydelig over eller under vårt punkttestimat for at vi skal anbefale henholdsvis *salg* eller *kjøp* av aksjen. Vi setter her en grense på +/-10% fra verdiestimatet basert på en skjønnsmessig vurdering. Dette gir en øvre grense på 272,73 kr og en nedre grense på 223,14 kr. Dersom verdiestimatet faller innenfor intervallet, vil det anbefales en *hold*-strategi. Dette innebærer at dersom man eier en SalMar-aksje, anbefales det å holde posisjonen. Investorer som ikke besitter SalMar-aksjer anbefales å avvente kjøp på nåværende tidspunkt. *Figur 13-1* viser handlingsstrategien som følger av dette.



Figur 13-1: Handlingsstrategi.

Vår verdsettelsesdato er 31.12.16, men av praktiske grunner er sammenlignbar børskurs satt til 02.12.2016. Kursen var da 262,30 kr. Figuren viser følgelig at børskursen ligger innenfor intervallet av en hold-strategi. *Vår endelige konklusjon er en **hold-anbefaling** av SalMar-aksjen.*

## Litteraturliste

Adressa. (2016, Oktober 13). *Gustav Magnar Witzøe (23) god for 9,8 milliarder kroner.*

Hentet 19. desember 2016 fra: <http://www.adressa.no/nyheter/okonomi/2016/10/13/Gustav-Magnar-Witz%C3%B8e-23-god-for-98-milliarder-kroner-13640173.ece>

Adressa. (2015, August 19). *Her planlegger de fremtiden for oppdrettsnæringen.* Hentet 14.

september 2016 fra: <http://www.adressa.no/pluss/okonomi/article11441060.ece>

Adressa. (2016, Februar 29). *Massedød av laks hos SalMar.* Hentet 17. november 2016 fra:

<http://www.adressa.no/nyheter/sortrondelag/2016/02/29/Massed%C3%B8d-av-laks-hos-Salmar-12217112.ece>

Adressa. (2016, Februar 28). *SalMar fikk utviklingstillatelse til den store havmerden.* Hentet

7. november 2016 fra: <http://www.adressa.no/nyheter/sortrondelag/2016/02/28/Salmar-fikk-utviklingstillatelse-til-den-store-havmerden-12214665.ece>

Aftenposten. (2015, September 14). *Laveste rente på 5000 år.* Hentet 14. november 2016

fra: <http://www.aftenposten.no/okonomi/Laveste-rente-pa-5000-ar-42252b.html>

Aftenposten. (2013, Mai 18). *Norsk laks surfer på global sushibølge.* Hentet 19. Desember

2016 fra: <http://www.aftenposten.no/okonomi/Norsk-laks-surfer-pa-global-sushibolge-119150b.html>

Akvakulturloven. (2015, Oktober 1). *Lov om akvakultur.* Hentet 25. august 2016 fra:

[https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-06-17-79#KAPITTEL\\_2](https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-06-17-79#KAPITTEL_2)

Arctic Aqua. (2016). *Slakting av laks.* Hentet 19. september 2016 fra:

<http://arcticaqua.no/slakting-av-laks/>

Asche, F., & Tveterås, R. (2011). *En kunnskapsbasert sjømatnæring.* Oslo:

Handelshøyskolen BI.

Barney, J. (1991). Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management* .

Barney, J. (2014). *Gaining and Sustaining Competitive Advantage* (4th Edition). Edinburg: Pearson.



- 
- Beisland, L. A. (2014, Juni). Equity valuation in practice: The influence of net financial expences. *Accounting Forum* .
- Berk, J., & DeMarzo, P. (2014). *Corporate Finance* (3rd Edition). Essex: Pearson.
- Bernhoft, A. C., & Fardal, A. (2007, Juni). IFRS og fiskeoppdrett. *Magma*.
- Boge, L. M. (2007, Mars 31). *Laks på nye måter*. Hentet 16. september 2016 fra: <http://forskning.no/fisk-oppdrett-naeringsliv-markedsforing/2008/02/laks-pa-nye-mater>
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Marcus, A. J. (2012). *Fundamentals of Corporate Finance* (7th Edition). New York: McGraw-Hill.
- Damodaran, A. (2016, Januar 5). *Annual Returns on Stock, T.Bonds and T.Bills: 1928 - Current*. Hentet 17. november 2016 fra: [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/histretSP.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html)
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation* (3rd Edition). New Jersey, USA: John Wiley & Sons, Inc.
- Debio. (2013, Mai 3). *Storsatsing på økologisk laks*. Hentet 14. september 2016 fra: <http://www.debio.no/text-968-storsatsing-paa-oekologisk-laks>
- DN. (2016, November 4). *Børs & Marked, SalMar*. Hentet 4. november 2016 fra: <http://www.dn.no/finans/#/detaljer/SALM.OSE>
- DN. (2016, Juli 19). *IMF venter lavere vekst for verdensøkonomien*. Hentet 17. november 2016 fra: <http://www.dn.no/nyheter/okonomi/2016/07/19/1500/Verdenskonomien/imf-venter-lavere-vekst-for-verdenskonomien>
- E24. (2016, Februar 7). *Slik påvirker oljeprisen prisen på laks*. Hentet 1. November 2016 fra: <http://e24.no/naeringsliv/laks/slik-paavirker-oljeprisen-prisen-paa-laks/23607869>
- EWOS. (2012). *Hva er fiskefôr?* Hentet 12. september 2016 fra: <http://www.ewos.com/wps/wcm/connect/ewos-content-norway/ewos-norway/production/what-is-feed/>
- Finans Norge. (2016). *Nibor*. Hentet 27. oktober 2016 fra: <https://www.finansnorge.no/tema/nibor-nowa-indikative-deporenter/nibor/>

Finansdepartementet. (2016, Januar 5). *Skattesatser 2016*. Hentet 10. oktober 2016 fra: <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-fradrag-og-belopsgrenser-i-2016/id2457143/>

Finansdepartementet. (2016). *Prop. 1 LS (2016–2017)*. Hentet 17. november 2016 fra: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/prop.-1-ls-ls0-20162017/id2514108/sec1>

Finansdepartementet. (2016, Oktober 6). *Skattesatser 2017*. Hentet 5. desember 2016 fra: <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2017/id2514837/>

Fish Pool. (2016, November). *Forward price history*. Hentet 17. november 2016 fra: <http://fishpool.eu/price-information/forward-prices-3/forward-closing-prices-history/>

Fish Pool. (2016, November). *Forward Prices*. Hentet 17. november 2016 fra: <http://fishpool.eu/price-information/forward-prices-3/>

Fish Pool. (2016, November). *Spot Prices*. Hentet 17. november 2016 fra: <http://fishpool.eu/price-information/spot-prices/>

Fishpool. (2016). *Price history – weekly, monthly and annual average*. Hentet 14. september 2016 fra: <http://fishpool.eu/price-information/spot-prices/history/>

Fiskeridirektoratet. (2016, September 5). *Rømmingsstatistikk*. Hentet 9. september 2016 fra: <http://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Statistikk-akvakultur/Roemningsstatistikk>

Fiskeridirektoratet. (2016, Mai 3). *Biomasse*. Hentet 7. september 2016 fra: <http://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Drift-og-tilsyn/Biomasse>

Fiskeridirektoratet. (2005, Januar 1). *Laksetildelingsforskriften*. Hentet 20. september 2016 fra: <http://www.fiskeridir.no/iphone/Yrkesfiske/Regelverk-og-reguleringer/J-meldinger/Utgaatte-J-meldinger/J-10-2005>

Fiskeridirektoratet. (2015). *Nøkkeltall fra norsk havbruksnæring 2014*. Bergen: Fiskeridirektoratet.

---

FN. (2015, Juli). *World population projected to reach 9.7 billion by 2050*. Hentet 22. september 2016 fra: <http://www.un.org/en/development/desa/news/population/2015-report.html>

Grant, R. M. (2010). *Contemporary Strategy Analysis* (7th Edition). West Sussex, United Kingdom: John Wiley & Sons.

Grieg Seafood. (2016). *Rapporter 2010 til 2016*. Hentet fra: <http://www.griegseafood.no/invest/rapporter/>

Hægermark, W. A. (2012, Februar 6). *Stress ned laksen - øk kvaliteten*. Hentet 7. September 2016 fra: <http://forskning.no/fisk-mat/2012/01/stress-ned-laksen-ok-kvaliteten>

Heskestad, T. (2014). *Manipulering av kostnader og "røde flagg"*. Hentet 14. oktober 2016 fra: <http://www2.deloitte.com/no/no/pages/audit/articles/manipulering-av-kostnader.html>

Hill, R., Griffiths, W. E., & Lim, G. C. (2012). *Principles of Econometrics* (4th Edition). New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

IFRS. (2013). *International Financial Reporting Standards*. London: IFRS.

iLaks. (2016, Juni 29). *Dette er de 20 største oppdrettsselskapene i verden*. Hentet 13. september 2016 fra: <http://ilaks.no/dette-er-de-20-storste-oppdrettsselskapene-i-verden/>

iLaks. (2016, Juni 21). *DNB Markets-sjef ber laksenæringen være kostnadsbevisst*. Hentet 14. desember 2016 fra: <http://ilaks.no/dnb-markets-sjef-ber-laksenaeringen-vaere-kostnadsbevisst/>

iLaks. (2014, September 5). *Doktorgrad på Chiles ILA-krise*. Hentet 19. oktober 2016 fra: <http://ilaks.no/doktorgrad-pa-chiles-ila-krise/>

iLaks. (2015). *Endrer spillereglene i fiskefôr*. Hentet 13. september 2016 fra: <http://ilaks.no/endrer-spillereglene-i-fiskefor/>

iLaks. (2016, Januar 7). *Made in Norway*. Hentet 16. september 2016 fra: <http://ilaks.no/made-in-norway/>

- iLaks. (2015, Desember 11). *Skal klare å opprettholde sin del av førkaka*. Hentet 7. september 2016 fra: [http://ilaks.no/skal-klare-a-oppretholde-sin-andel-av-forkaka/?\\_ga=1.87640029.456519915.1472038385](http://ilaks.no/skal-klare-a-oppretholde-sin-andel-av-forkaka/?_ga=1.87640029.456519915.1472038385)
- iLaks. (2015, Mai 23). *Tildelingsrunden for grønne konsesjoner - noen refleksjoner*. Hentet 30. august 2016 fra: <http://ilaks.no/tidelingsrunden-for-gronne-konsesjoner-noen-refleksjoner/>
- Intrafish. (2016, Juli 5). *Disse har søkt utviklingskonsesjoner*. Hentet 4. oktober 2016 fra: [www.intrafish.no: http://www.intrafish.no/nyheter/752348/disse-har-sokt-utviklingskonsesjoner](http://www.intrafish.no/nyheter/752348/disse-har-sokt-utviklingskonsesjoner)
- Jones, C. I. (2014). *Macroeconomics* (Third Edition). London: W.W. Norton & Company.
- Jones, G. R., & Hill, C. W. (2010). *Theory of Strategic Management* (9th Edition). Hampshire: Cengage Learning.
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2011). *Verdivurdering: Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper* Bergen: Fagbokforlaget.
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2016). *Verdivurdering: Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper* (2. utgave). Bergen: Fagbokforlaget.
- Knivsflå, K.H. (2016). *BUS440/MRR431A Rekneskapsanalyse og verdivurdering*. NHH, Bergen. Tilgjengelig med passord fra: <http://course.nhh.no/master/bus440> . Se side 195.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation*. Hoboken: John Wiley & Sons.
- Kvaløy, O., & Tveterås, R. (2006). *Den integrerte oppdrettsnæringen* (Nr.5). Økonomisk Forum.
- Kverva AS. (2016). *Portefølje*. Hentet 14. september 2016 fra: <http://www.kverva.no/no/2015-01-16-15-35-23/unoterte-selskap>
- Kvifte, S. S., Tofteland, A., & Bernhoft, A.C. (2011). *Finansregnskap. God regnskapsskikk og IFRS* (2. utgave). Bergen: Fagbokforlaget.
- Kyst.no. (2016, Januar 27). *Laksen er inne i en vekstfase*. Hentet 19. oktober 2016 fra: <http://kyst.no/nyheter/laksen-er-inne-i-en-vekstfase/>

---

Laks.no. (2016). *Lakseeventyret*. Hentet 22. september 2016 fra:

<http://laks.no/lakseeventyret/>

Lerøy. (2016). *Årsrapporter 2010 til 2016*. Hentet fra:

<https://www.leroyseafood.com/no/Investor/Rapporter/Finansielle-rapporter/Arssrapporter/>

Lien, L. B., Baardsen, T. & Knudsen, E. S. (2016). *Strategiboken*. Bergen: Fagbokforlaget.

Marine Harvest. (2016). *Seafood Value Chain*. Hentet 19. september 2016 fra:

[www.marineharvest.no](http://www.marineharvest.no): <http://www.marineharvest.no/products/seafood-value-chain/>

Marine Harvest. (2016). *Annual reports 2010 til 2016*. Hentet fra:

<http://www.marineharvest.com/investor/annual-reports/>

Mattilsynet. (2016, August 9). *Fiske og skjellsykdommer*. Hentet 20. september 2016 fra:

[http://www.mattilsynet.no/fisk\\_og\\_akvakultur/fiskehelse/fiske\\_og\\_skjellsykdommer/](http://www.mattilsynet.no/fisk_og_akvakultur/fiskehelse/fiske_og_skjellsykdommer/)

Mattilsynet. (2016, Oktober 12). *Påvist ILA i oppdrettsanlegg i Gildeskål kommune i Nordland*. Hentet 19. desember 2016 fra:

[http://www.mattilsynet.no/fisk\\_og\\_akvakultur/fiskehelse/fiske\\_og\\_skjellsykdommer/ila/paa\\_vist\\_ila\\_i\\_oppdrettsanlegg\\_i\\_gildeskaal\\_kommune\\_i\\_nordland.23879-2](http://www.mattilsynet.no/fisk_og_akvakultur/fiskehelse/fiske_og_skjellsykdommer/ila/paa_vist_ila_i_oppdrettsanlegg_i_gildeskaal_kommune_i_nordland.23879-2)

Meld. St. 16 (2014-2015). (2015). *Forutsigbar og miljømessig bærekraftig vekst i norsk lakse- og ørretoppdrett*. Hentet 19. september 2016 fra:

<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld.-st.-16-2014-2015/id2401865/?ch=6>

Miljødirektoratet. (2016, Februar 1). *Fiskeri*. Hentet 19. september 2016 fra:

<http://www.miljostatus.no/Tema/Hav-og-kyst/Fiskeri/>

Miljødirektoratet. (2015, Desember 3). *Lakselus*. Hentet 7. september 2016 fra:

<http://www.miljostatus.no/lakselus/>

Miljødirektoratet. (2015, Juli 29). *Oppdrett av marine arter*. Hentet 19. september 2016 fra:

[http://www.miljodirektoratet.no/no/Tema/Vann\\_og\\_hav/Pavirkning-i-havet-og-langs-kysten/Akvakultur/Oppdrett-av-marine-arter/](http://www.miljodirektoratet.no/no/Tema/Vann_og_hav/Pavirkning-i-havet-og-langs-kysten/Akvakultur/Oppdrett-av-marine-arter/)

Miller, M. H. & Modigliani, F. (1958). *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. The American Economic Review.

Myrset, O. (2015, Februar 12). *Dette må du vite om oppdrettsanlegg på land*. Hentet 7. september 2016 fra: [http://sysla.no/2015/02/12/havbruk/dette-ma-du-vite-om-oppdrettsanlegg-pa-land\\_39673/](http://sysla.no/2015/02/12/havbruk/dette-ma-du-vite-om-oppdrettsanlegg-pa-land_39673/)

Nærings- og Fiskeridepartementet. (2013, Februar 1). *Informasjon om Norges fiskerisamarbeid med EU*. Hentet 7. september 2016 fra: <https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/fiskeri-og-havbruk/rydde-internasjonalt/fisk1/id685828/>

Nærings- og Fiskeridepartementet. (2016, August 4). *Utfordringer med eksport av økologisk laks til EU*. Hentet 19. oktober 2016 fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/utfordringer-med-eksport-av-okologisk-laks-til-eu/id2508402/>

Nordnet. (2016, September 2). *Med fokus på sjømat*. Hentet 7. september 2016 fra: [https://www.nordnet.no/tema/sjomat/oversikt.html?utm\\_source=apsis&utm\\_medium=email&utm\\_content=hovedsak&utm\\_campaign=investorbrev-september&cmpe=mail-no](https://www.nordnet.no/tema/sjomat/oversikt.html?utm_source=apsis&utm_medium=email&utm_content=hovedsak&utm_campaign=investorbrev-september&cmpe=mail-no)

Norges Bank. (2016, Oktober 27). *Endringer i styringsrenten*. Hentet 7. november 2016 fra: <http://www.norges-bank.no/pengepolitikk/Styringsrenten/Styringsrenten-Oversikt-over-rentemoter-og-endringer-i-styringsrenten/>

Norges Bank. (2016). *Inflasjon*. Hentet 19. desember 2016 fra: <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Inflasjon/>

Norges Bank. (2016). *Short term interest rates*. Hentet 30. november 2016 fra: <http://www.norges-bank.no/en/Statistics/Historical-monetary-statistics/Short-term-interest-rates/>

Norges Bank. (2016). *Statsobligasjoner årsgjennomsnitt*. Hentet 17. november 2016 fra: <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>

Norges Bank. (2016). *Styringsrenten*. Hentet 22. september 2016 fra: <http://www.norges-bank.no/pengepolitikk/Styringsrenten/>

---

Norges Bank. (2016, Oktober 27). *Styrringsrenten uendret på 0,50 prosent*. Hentet 30. november 2016 fra: [http://www.norges-bank.no/Publisert/Pressemeldinger/2016/2016-1027-Pressemelding/](http://www.norges-bank.no/Publisert/Pressemeldinger/2016/2016-1027-<u>Pressemelding/</u>)

Norges Sjømatråd. (2016). *Hva er i fôret til laksen*. Hentet 18. august 2016 fra: <https://laksefakta.no/hva-spiser-laksen/hva-er-i-foret-til-laksen/>

Norges Sjømatråd. (2016, Mai 9). *Hvorfor rømmer laksen?* Hentet 22. september 2016 fra: <https://laksefakta.no/laks-og-miljo/romming/>

Norges Sjømatråd. (2016). *Norsk eksport av sjømat i 2015*. Hentet 19. september 2016 fra: <https://www.seafood.no/content/.../Poster%20norsk%20sjømateksport%202015.pdf>

Norges Sjømatråd. (2016, Januar 5). *Norsk sjømateksport mer enn doblet på 10 år*. Hentet 15. september 2016 fra: <http://www.seafood.no/Nyheter-og-media/Nyhetsarkiv/Pressemeldinger/Norsk-sjømateksport-mer-enn-doblet-på-10-år2>

Norges sjømatråd. (2014). *Sushimarkedet i Norge*. Hentet 15. september 2016 fra: [http://www.seafood.no/content/download/151961/1576675/file/Sushimarkedet\\_i\\_Norge\\_2014.pdf](http://www.seafood.no/content/download/151961/1576675/file/Sushimarkedet_i_Norge_2014.pdf)

Norsk Fiskerinæring. (2016). *Fra 26 til 66 kroner per kilo!* (9). Norsk Fiskerinæring.

Norsk Fiskerinæring. (2016). *Voldsom effektivitetsøkning!* (8). Norsk Fiskerinæring.

Norsk Havbrukssenter. (2016). *Laksens liv*. Hentet 7. september 2016 fra: <http://www.havbrukssenter.no/index.php/81-forskning/79-laksens-liv>

Norway Royal Salmon. (2016). *Finansielle rapporter 2010 til 2016*. Hentet fra: <http://norwayroyalsalmon.com/no/investor/Finansielle-rapporter>

NRK. (2014, Juli 3). *Produserer mat til 12 mrd mennesker*. Hentet 22. september 2016 fra: <https://www.nrk.no/urix/produserer-mat-til-12-mrd-mennesker-1.11812379>

NRK. (2015, Juni 2015). *Russlands motsanksjoner mot Norge*. Hentet 20. september 2016 fra: <https://www.nrk.no/nyheter/russlands-motsanksjoner-mot-norge-1.11867684>

NRK. (2014, Februar 10). *Trur på femdobling innan 2050*. Hentet 21. september 2016 fra: <https://www.nrk.no/sognogfjordane/trur-pa-femdobling-innan-2050-1.11531638>

OECD. (2016, September). *OECD Interim Economic Outlook: Lavere marsjfart for verdensøkonomien*. Hentet 17. november 2016 fra: [http://www.norway-oecd.org/currentissues/OECD-Interim-Economic-Outlook-Lavere-marsjfart-for-verdensokonomien/#.WC2B9OHhD\\_Q](http://www.norway-oecd.org/currentissues/OECD-Interim-Economic-Outlook-Lavere-marsjfart-for-verdensokonomien/#.WC2B9OHhD_Q)

Oslo Børs. (2015). *Mest omsatte verdipapir 2015*. Hentet 28. oktober 2016 fra: [http://www.oslobors.no/content/search?param=1&SearchText=mest+omsatte+aksjer+2015&search\\_radio=other](http://www.oslobors.no/content/search?param=1&SearchText=mest+omsatte+aksjer+2015&search_radio=other)

Oslo Børs. (2016, November 4). *SalMar*. Hentet 4. november 2016 fra: <http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/SALM.OSE/>

Oslo Børs. (2016). *Statistikk*. Hentet 30. november 2016 fra: <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Statistikk>

Oxlearn.com. (2016). *PESTEL - Macro Environmental Analysis*. Hentet 7. november 2016 fra: [http://www.oxlearn.com/arg\\_Marketing-Resources-PESTLE---Macro-Environmental-Analysis\\_11\\_31](http://www.oxlearn.com/arg_Marketing-Resources-PESTLE---Macro-Environmental-Analysis_11_31)

Palepu, K. G., Peek, E., & Healy, P. M., (2013). *Business Analysis and valuation. IFRS edition* (3rd Edition). Hampshire: Cengage Learning.

Penman, S. H. (2013). *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (5<sup>th</sup> Edition). New York: McGraw Hill.

Pindyck, R. S., & Rubinfeld, D. L. (2013). *Microeconomics* (8th edition). New Jersey: Pearson.

Porter, M. E. (1979). *How competitive forces shape strategy*. Harvard Business Review.

PwC. (2016). *Global Economy Watch Economic projections: October 2016*. Hentet 17. november 2016 fra: <http://www.pwc.com/gx/en/issues/economy/global-economy-watch/projections.html>

PwC. (2015). *Risikopremien i det norske markedet 2015*. Hentet 25. oktober 2016 fra: <http://www.pwc.no/no/publikasjoner/deals/rapport/risikopremie-2015.pdf>



---

Regnskapsloven (1999). *Lov om årsregnskap*. Hentet 15. desember 2016 fra:

www.lovdata.no: [https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1998-07-17-](https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1998-07-17-56/KAPITTEL_5#KAPITTEL_5)

[56/KAPITTEL\\_5#KAPITTEL\\_5](https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1998-07-17-56/KAPITTEL_5#KAPITTEL_5)

Risbråthe, M. (2015, August 24). *Kinesisk boikott av norsk laks virker ikke*. Hentet 25.

august 2016 fra: [http://forskning.no/fisk-naeringsliv-utenrikspolitikk/2015/08/kinesisk-](http://forskning.no/fisk-naeringsliv-utenrikspolitikk/2015/08/kinesisk-boikott-av-norsk-laksenaering-har-ikke-lyktes)

[boikott-av-norsk-laksenaering-har-ikke-lyktes](http://forskning.no/fisk-naeringsliv-utenrikspolitikk/2015/08/kinesisk-boikott-av-norsk-laksenaering-har-ikke-lyktes)

SalMar. (2016). *SalMars rapport om miljø- og samfunnsansvar 2015*. Hentet 25. august

2016 fra: [http://docplayer.me/18234227-Salmars-rapport-om-miljo-og-samfunnsansvar-](http://docplayer.me/18234227-Salmars-rapport-om-miljo-og-samfunnsansvar-baerekraft-i-alt-vi-gjor.html)

[baerekraft-i-alt-vi-gjor.html](http://docplayer.me/18234227-Salmars-rapport-om-miljo-og-samfunnsansvar-baerekraft-i-alt-vi-gjor.html)

SalMar. (2016). *Kvartalsrapport Andre og Tredje kvartal 2016*. Hentet 25. november 2016

fra: <http://www.salmar.no/kvartalsrapporter>

SalMar. (2016). *Årsrapporter 2010 til 2015*. Hentet 25. August 2016 fra:

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

Samson, D., Catley, B., Cathro, V., & Daft, R. (2012). *Management in New Zealand*.

Auckland: Cengage Learning.

S&P. (1999). *Trade Receivable Criteria*. New York: Standard & Poor's.

Skatteloven. (1999). *Lov om skatt av formue og inntekt*. Hentet 10. oktober 2016 fra:

[https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1999-03-26-14/KAPITTEL\\_3#KAPITTEL\\_3](https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1999-03-26-14/KAPITTEL_3#KAPITTEL_3)

SSB. (2015). *Akvakultur*. Hentet 19. oktober 2016 fra:

[https://www.ssb.no/statistikkbanken/SelectVarVal/Define.asp?MainTable=LaksOrret&Kort](https://www.ssb.no/statistikkbanken/SelectVarVal/Define.asp?MainTable=LaksOrret&KortNavnWeb=fiskeoppdrett&PLanguage=0&checked=true)

[NavnWeb=fiskeoppdrett&PLanguage=0&checked=true](https://www.ssb.no/statistikkbanken/SelectVarVal/Define.asp?MainTable=LaksOrret&KortNavnWeb=fiskeoppdrett&PLanguage=0&checked=true)

SSB. (2015). *Akvakultur, 2015, foreløpige tall*. Hentet 7. september 2016 fra:

[https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/statistikker/fiskeoppdrett/aar-forelopige/2016-](https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/statistikker/fiskeoppdrett/aar-forelopige/2016-06-02#content)

[06-02#content](https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/statistikker/fiskeoppdrett/aar-forelopige/2016-06-02#content)

SSB. (2015). *Fiskeri, 2015, foreløpige tall*. Hentet 7. september 2016 fra:

<https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/statistikker/fiskeri/aar-forelopige/2016-01-14>

SSB. (2016). *Konjunkturutviklingen internasjonalt*. Hentet 19. desember 2016 fra:

<https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/konjunkturutviklingen-internasjonalt-2016-2>

SSB. (2016, Oktober). *Konsumprisindeksen, oktober 2016*. Hentet 27. november 2016 fra:

<https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/statistikker/kpi>

SSB. (2014). *Renter i bank og andre finansforetak, 3. kvartal 2014*. Hentet 31. oktober 2016

fra: <http://www.ssb.no/bank-og-finansmarked/statistikker/orbofrent/kvartal/2014-11-25?fane=tabell&sort=nummer&tabell=207779#tab-tabell>

Store Norske Leksikon. (2015). *Fiskeoppdrett*. Hentet 19. oktober 2016 fra:

<https://snl.no/fiskeoppdrett>

Stortingsforhandlinger. (2013, Juni 2013). Innst. 406 L (2012-2013). *Innstilling fra næringskomiteen om endringer i akvakulturloven*. Hentet 19. desember 216 fra:

<https://www.stortinget.no/no/Saker-og-publikasjoner/Publikasjoner/Referater/Stortinget/2012-2013/130610/21/>

Sysla. (2016, Mai 14). *Spår fortsatt høy laksepris frem mot 2020*. Hentet 14. september 2016

fra: [http://sysla.no/2016/05/14/havbruk/spar-fortsatt-hoy-laksepris-frem-mot-2020\\_103955/](http://sysla.no/2016/05/14/havbruk/spar-fortsatt-hoy-laksepris-frem-mot-2020_103955/)

Utenriksdepartementet. (2016, August 10). *Utfordringer med eksport av økologisk laks til EU*. Hentet 20. september 2016 fra:

[https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/laks\\_eu/id2508643/](https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/laks_eu/id2508643/)

Vest24. (2015, Desember 11). *Marine Harvest bygger ny fabrikk for fiskefôr*. Hentet 22.

september 2016 fra: <http://www.vest24.no/nyheter/oppdrett/marine-harvest-bygger-ny-fabrikk-for-fiskefor/s/5-82-33859>

Vike, S. (2014). *Infectious salmon anaemia in Atlantic salmon, Salmo salar L., in Chile – transmission routes and prevention* (Doktoravhandling). *Universitetet i Bergen*.

WWF. (2009). *Lakseoppdrett i Chile*. Hentet 19. oktober 19, 2016 fra:

<http://www.wwf.no/?23780/Lakseoppdrett..>

Young, S., & O'Byrne, S. F. (2001). *EVA and Value-Based Management*. New York: McGraw-Hill.

---

**Forelesningsmateriell**

Knivsflå, K.H. (2016). BUS440/MRR431A Rekneskapsanalyse og verdivurdering. NHH, Bergen. Tilgjengelig med passord fra: <http://course.nhh.no/master/bus440>

- [2016a] Forelesning 1 - Introduksjon
- [2016b] Forelesning 2 – Strategi, rekneskap og verdi
- [2016c] Forelesning 3 – Rekneskapsanalyse. Ramme og ”trailing”
- [2016d] Forelesning 4 – Omgruppering for analyse
- [2016e] Forelesning 5 – Omgruppering balanse og kontantstrøm
- [2016f] Forelesning 6 – Rekneskapsbasert måling og målefeil
- [2016g] Forelesning 7 – Justering av målefeil
- [2016h] Forelesning 8 – Kredittvurdering. Syntetisk rating.
- [2016i] Forelesning 9 - Avkastingskrav
- [2016j] Forelesning 10 – Strategisk rentabilitetsanalyse
- [2016k] Forelesning 13 – Framtidsrekneskap. Ramme og driftsinntekter
- [2016l] Forelesning 14 – Framtidsrekneskap. Andre budsjettdriverar
- [2016m] Forelesning 15 – Framtidskrav og strategisk rentabilitetsanalyse
- [2016n] Forelesning 16 – Fundamental verdivurdering. Eigenkapitalmetoden
- [2016o] Forelesning 18 – Uvisse i verdiestimatet
- [2016p] Forelesning 21 – Komparativ verdivurdering

## Tabell- og figuroversikt

### Tabelloversikt

<i>Tabell 2-1: Nøkkeltall for bransjeutvalget for 2015.</i>	s. 25
<i>Tabell 4-1: Oppsummering av Porter's Five Forces.</i>	s. 46
<i>Tabell 4-2: Oppsummering av VRIO-analyse.</i>	s. 50
<i>Tabell 5-1: Presentert Resultatoppstilling for SalMar, 2010-2016T.</i>	s. 58
<i>Tabell 5-2: Presentert Balanseoppstilling for SalMar, 2010-2016T.</i>	s. 58
<i>Tabell 5-3: Presentert Endring i egenkapital for SalMar, 2010-2016T.</i>	s. 59
<i>Tabell 5-4: Beregning av driftsskattesatsen over analyseperioden.</i>	s. 65
<i>Tabell 5-5: Virkning av justering på resultat og balanse, SalMar, 2010-2016T.</i>	s. 70
<i>Tabell 5-6: Omgruppert og justert resultatregnskap for SalMar, 2010-2016T.</i>	s. 72
<i>Tabell 5-7: Omgruppert og justert balanse, Sysselsatt kapital, SalMar, 2010-2016T.</i>	s. 72
<i>Tabell 5-8: Omgruppert og justert balanse, Netto driftskapital, SalMar, 2010-2016T.</i>	s. 73
<i>Tabell 6-1: Vekting av analyseperioden.</i>	s. 74
<i>Tabell 6-2: Historisk utvikling av egenkapitalandel og rentebærende gjeld/EBITDA.</i>	s. 79
<i>Tabell 6-3: Finansieringsmatrise i prosent for SalMar per 30. juni 2016.</i>	s. 83
<i>Tabell 6-4: Finansieringsmatrise i prosent for bransjen per 30. juni 2016.</i>	s. 83
<i>Tabell 6-5: Tabell for fastsettelse av syntetisk rating.</i>	s. 84
<i>Tabell 6-6: Oppsummert syntetisk rating for SalMar og bransjen.</i>	s. 85
<i>Tabell 7-1: Risikofri rente etter skatt, 2011-2016T.</i>	s. 87
<i>Tabell 7-2: Løpende markedsrisikopremie etter skatt, 2011-2016T.</i>	s. 88
<i>Tabell 7-3: Egenkapitalbeta for selskapene i bransjeutvalget.</i>	s. 91
<i>Tabell 7-4: Ujustert og justert egenkapitalbeta for SalMar og bransjen.</i>	s. 91
<i>Tabell 7-5: Årlig justert egenkapitalbeta for SalMar, 2011-2016T.</i>	s. 92
<i>Tabell 7-6: Årlige egenkapitalkrav for SalMar, 2011-2016T.</i>	s. 93
<i>Tabell 7-7: Årlige minoritetskrav for SalMar, 2011-2016T.</i>	s. 94
<i>Tabell 7-8: Kredittrisikopremie basert på syntetisk rating.</i>	s. 95
<i>Tabell 7-9: Finansielt gjeldskrav etter skatt, SalMar, 2011-2016T.</i>	s. 96
<i>Tabell 7-10: Betalt gjeldsrente.</i>	s. 96
<i>Tabell 7-11: Finansiell gjeldsbeta.</i>	s. 96
<i>Tabell 7-12: Finansielt eiendelskrav etter skatt, SalMar, 2011-2016T.</i>	s. 98
<i>Tabell 7-13: Finansiell eiendelsbeta.</i>	s. 98
<i>Tabell 7-14: Netto finansielt gjeldskrav etter skatt, SalMar, 2011-2016T.</i>	s. 98
<i>Tabell 7-15: Netto finansiell gjeldsbeta.</i>	s. 99
<i>Tabell 7-16: Beregninger av netto driftskrav, SalMar, 2011-2016T.</i>	s. 99
<i>Tabell 7-17: Netto driftsbeta.</i>	s. 100
<i>Tabell 7-18: Oppsummering avkastningskrav for SalMar og bransjen, 2011-2016T.</i>	s. 101
<i>Tabell 8-1: Strategisk fordel SalMar.</i>	s. 103
<i>Tabell 8-2: Oppsummert strategisk fordel.</i>	s. 104
<i>Tabell 8-3: Strategisk fordel drift SalMar.</i>	s. 106
<i>Tabell 8-4: Bransjefordel SalMar.</i>	s. 107
<i>Tabell 8-5: Ressursfordel SalMar.</i>	s. 108
<i>Tabell 8-6: Marginfordel SalMar.</i>	s. 109
<i>Tabell 8-7: Common size-analyse, tidsvektet snitt, SalMar og bransjen.</i>	s. 110
<i>Tabell 8-8: Oppsummering marginfordel.</i>	s. 113
<i>Tabell 8-9: Omløpsfordel SalMar.</i>	s. 113
<i>Tabell 8-10: Oppsummering av omløpsfordel.</i>	s. 115
<i>Tabell 8-11: Gearingfordel drift SalMar.</i>	s. 116
<i>Tabell 8-12: Oppsummering av driftsfordel.</i>	s. 117
<i>Tabell 8-13: Finansieringsfordel finansiell gjeld.</i>	s. 119
<i>Tabell 8-14: Finansieringsfordel finansielle eiendeler.</i>	s. 120
<i>Tabell 8-15: Finansieringsfordel netto finansiell gjeld.</i>	s. 120

<i>Tabell 8-16: Finansieringsfordel minoritet.</i>	s. 120
<i>Tabell 8-17: Oppsummering av finansieringsfordel for SalMar.</i>	s. 121
<i>Tabell 9-1: Utvikling i driftsinntekter over budsjettperioden.</i>	s. 130
<i>Tabell 9-2: Utvikling i netto driftseiendeler over budsjettperioden.</i>	s. 132
<i>Tabell 9-3: Utvikling i netto driftsresultat over budsjettperioden.</i>	s. 133
<i>Tabell 9-4: Utvikling i netto finansiell gjeld over budsjettperioden.</i>	s. 136
<i>Tabell 9-5: Utvikling av netto finanskostnad over budsjettperioden.</i>	s. 137
<i>Tabell 9-6: Utvikling i minoritetsinteresser over budsjettperioden.</i>	s. 138
<i>Tabell 9-7: Utvikling i netto minoritetsresultat over budsjettperioden.</i>	s. 139
<i>Tabell 9-8: Fremtidig resultatregnskap for SalMar.</i>	s. 140
<i>Tabell 9-9: Fremtidbalanse for SalMar – Sysselsatt kapital.</i>	s. 140
<i>Tabell 9-10: Fremtidbalanse for SalMar – Netto driftskapital.</i>	s. 140
<i>Tabell 9-11: Fremtidig kontantstrøm for SalMar.</i>	s. 141
<i>Tabell 10-1: Fremtidig risikofri rente etter skatt.</i>	s. 143
<i>Tabell 10-2: Fremtidig markedsrisikopremie.</i>	s. 144
<i>Tabell 10-3: Utvikling i fremtidig egenkapitalbeta.</i>	s. 144
<i>Tabell 10-4: Utvikling i fremtidig egenkapital- og minoritetskrav.</i>	s. 145
<i>Tabell 10-5: Utvikling i fremtidig syntetisk rating.</i>	s. 147
<i>Tabell 10-6: Utvikling i fremtidig finansielt gjeldskrav</i>	s. 147
<i>Tabell 10-7: Fremtidig finansiell gjeldsbeta.</i>	s. 147
<i>Tabell 10-8: Utvikling i fremtidig finansielt eiendelskrav.</i>	s. 148
<i>Tabell 10-9: Fremtidig finansiell eiendelsbeta.</i>	s. 148
<i>Tabell 10-10: Utvikling i fremtidig netto finansielt gjeldskrav.</i>	s. 149
<i>Tabell 10-11: Fremtidig netto finansiell gjeldsbeta.</i>	s. 149
<i>Tabell 10-12: Utvikling i fremtidig sysselsatt kapitalkrav.</i>	s. 149
<i>Tabell 10-13: Utvikling i fremtidig netto driftskrav.</i>	s. 149
<i>Tabell 10-14: Fremtidig driftsfordel for SalMar.</i>	s. 150
<i>Tabell 10-15: Fremtidig superrentabilitet for SalMar.</i>	s. 151
<i>Tabell 11-1: Fri kontantstrøm til EK/Utbyttmodellen.</i>	s. 155
<i>Tabell 11-2: Superprofittmodellen – Egenkapitalmetoden.</i>	s. 155
<i>Tabell 11-3: Superprofittvekstmodellen – Egenkapitalmetoden.</i>	s. 155
<i>Tabell 11-4: Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital-modellen.</i>	s. 156
<i>Tabell 11-5: Superprofittmodellen – Sysselsatt kapitalmetoden</i>	s. 156
<i>Tabell 11-6: Superprofittvekstmodellen – Sysselsatt kapitalmetoden.</i>	s. 156
<i>Tabell 11-7: Fri kontantstrøm til netto driftskapital-modellen.</i>	s. 157
<i>Tabell 11-8: Superprofittmodellen – Netto driftskapitalmetoden.</i>	s. 157
<i>Tabell 11-9: Superprofittvekstmodellen – Netto driftskapitalmetoden.</i>	s. 157
<i>Tabell 11-10: Oppsummering av første verdierestimater.</i>	s. 158
<i>Tabell 11-11: Oppsummering av konvergeringsprosedyren.</i>	s. 159
<i>Tabell 11-12: Historisk standardavvik for SalMar og bransjen.</i>	s. 162
<i>Tabell 11-13: Forventet driftsinntektsvekst, standardavvik og sannsynlighetsfordeling.</i>	s. 163
<i>Tabell 11-14: Forventet netto driftsmargin, standardavvik og sannsynlighetsfordeling.</i>	s. 163
<i>Tabell 11-15: Forventet omløp til netto driftseiendeler, standardavvik og sannsynlighetsfordeling.</i>	s. 163
<i>Tabell 11-16: Forventet verdi, standardavvik og sannsynlighetsfordeling. Andre kritiske faktorer.</i>	s. 163
<i>Tabell 11-17: Forklaring av variasjon i verdierestimater.</i>	s. 166
<i>Tabell 12-1: Nøkkeltall for komparativ verdsettelse.</i>	s. 173
<i>Tabell 12-2: P/E-multiplikator og verdierestimater med den direkte metoden.</i>	s. 174
<i>Tabell 12-3: P/E-multiplikator og verdierestimater med den indirekte metoden.</i>	s. 175
<i>Tabell 12-4: P/B-multiplikator og verdierestimater med den direkte metoden.</i>	s. 175
<i>Tabell 12-5: P/B-multiplikator og verdierestimater med den indirekte metoden.</i>	s. 176
<i>Tabell 12-6: EV/EBITDA-multiplikatoren og verdierestimater.</i>	s. 177
<i>Tabell 12-7: EV/Produsert volum-multiplikatoren og verdierestimater.</i>	s. 177
<i>Tabell 12-8: Gjennomsnittlig verdierestimater for SalMar med komparativ verdsettelse</i>	s. 178

## Figuroversikt

<i>Figur 2-1: Omsetning i MRD NOK for fiskeri- og havbruksnæringen.</i>	s. 13
<i>Figur 2-2: Utvikling i gjennomsnittlig spotpris på laks.</i>	s. 17
<i>Figur 2-3: Utvikling i antall matfiskkonsesjoner for laks og regnbueørret, 1994-2015.</i>	s. 18
<i>Figur 2-4: Eksport av laks og regnbueørret fra 1995 til 2015, i 1000 NOK.</i>	s. 20
<i>Figur 2-5: Historisk kursutvikling 5Y, SalMar og OSEBX.</i>	s. 29
<i>Figur 3-1: Rammeverk for fundamental verdsettelse.</i>	s. 35
<i>Figur 4-1: Rammeverk for strategisk analyse.</i>	s. 36
<i>Figur 4-2: Oppsummering av strategisk analyse i SWOT-rammeverket.</i>	s. 52
<i>Figur 5-1: De ulike analysene i Steg 4 – Forholdstallsanalyse.</i>	s. 55
<i>Figur 5-2: Første steg for omgruppering av balanse.</i>	s. 66
<i>Figur 5-3: Omgruppering av balanse for sysselsatt kapital.</i>	s. 68
<i>Figur 5-4: Omgruppering av balanse for netto driftskapital.</i>	s. 69
<i>Figur 6-1: Likviditetsgrad 1, SalMar og bransjen, 2010-2016T.</i>	s. 76
<i>Figur 6-2: Rentedekningsgrad, SalMar og bransjen, 2010-2016T.</i>	s. 77
<i>Figur 6-3: Egenkapitalprosent, SalMar og bransjen, 2010-2016T.</i>	s. 80
<i>Figur 6-4: Utvikling i netto driftsrentabilitet for SalMar og bransjen.</i>	s. 81
<i>Figur 6-5: Utvikling i netto driftsrentabilitet og egenkapitalrentabilitet for SalMar.</i>	s. 82
<i>Figur 7-1: Regresjonsanalyse – Historisk avkastning SalMar og OSEBX.</i>	s. 90
<i>Figur 8-1: Strategisk fordel SalMar.</i>	s. 103
<i>Figur 8-2: Rammeverk over strategisk lønnsomhetsanalyse.</i>	s. 105
<i>Figur 8-3: Forholdet mellom netto driftsmargin, SalMar og bransjen.</i>	s. 109
<i>Figur 8-4: Varekostnad som andel av driftsinntekt for SalMar og bransjen.</i>	s. 110
<i>Figur 8-5: Andre driftskostnader som andel av driftsinntekt for SalMar og bransjen.</i>	s. 112
<i>Figur 8-6: Forholdet mellom omløp netto driftseiendeler, SalMar og bransjen.</i>	s. 113
<i>Figur 8-7: Forskjell i gjennomsnittlig pris, SalMar og bransjen.</i>	s. 114
<i>Figur 8-8: Forskjell i effektivitetsfaktor, SalMar og bransjen.</i>	s. 115
<i>Figur 8-9: Oppsummering av strategisk fordel for SalMar.</i>	s. 122
<i>Figur 9-1: Driftsinntektsveksten for SalMar over analyse- og budsjettperioden.</i>	s. 125
<i>Figur 9-2: Omløpshastigheten for SalMar over analyse- og budsjettperioden.</i>	s. 131
<i>Figur 9-3: Netto driftsmargin for SalMar over analyse- og budsjettperioden.</i>	s. 133
<i>Figur 9-4: Minoritetsdel for SalMar over analyse- og budsjettperioden.</i>	s. 138
<i>Figur 10-1: Utvikling i strategisk fordel drift.</i>	s. 150
<i>Figur 11-1: Oppsummering av konvergeringsprosedyren.</i>	s. 159
<i>Figur 11-2: Resultat av Monte Carlo-simulering i Crystal Ball.</i>	s. 164
<i>Figur 11-3: Oppsidepotensial for verdiestimatet.</i>	s. 165
<i>Figur 11-4: Nedsiderisiko for verdiestimatet.</i>	s. 165
<i>Figur 11-5: Sensitivitetsanalyse for netto driftsmargin.</i>	s. 167
<i>Figur 11-6: Sensitivitetsanalyse for omløpet til netto driftseiendeler.</i>	s. 168
<i>Figur 11-7: Sensitivitetsanalyse for driftsinntektsveksten.</i>	s. 168
<i>Figur 11-8: Sensitivitetsanalyse for risikofri rente.</i>	s. 168
<i>Figur 13-1: Handlingsstrategi.</i>	s. 183

