



SalMar ASA

Strategisk analyse og fundamental verdsettelse

Christian Mæhre

Veileder: Øystein Gjerde

Selvstendig arbeid innen 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 masterutredningen har vært å estimere egenkapitalverdien til SalMar ASA per 2. mars 2018. Fundamental verdsettelse ble foretrukket som verdsettelsesmetode, supplert med komparativ verdsettelse. Den fundamentale verdsettelsesmetoden søker å estimere den underliggende verdien til selskapet ved å fokusere på de fremtidige kontantstrømmene, og er derfor godt egnet for å løsrive seg fra stemningen i aksjemarkedet på det aktuelle tidspunktet.

Den strategiske analysen har gitt innsikt i makroforhold, konkurranseomgivelser og interne ressurser hos SalMar. Reguleringer er et paradoks, som gir bransjen en fordel ved at den beskyttes mot konkurranse. På den andre side demper de vekstmulighetene. Teknologisk utvikling pekes på som en av faktorene av høy betydning. Utvikling av nye produksjonsmetoder som reduserer de biologiske utfordringene kan dempe reguleringene og skape rom for fri konkurranse. Videre pekes det på at SalMar har midlertidige konkurransefortrinn gjennom slakteri- og videreforedlingsanlegget InnovaMar samt potensielt gjennom utviklingen av verdens første oppdrettsanlegg til havs.

Regnskapsanalysen viser en trend med økende kostnader, en utvikling som gjør næringen sårbar for svingninger i laksepris. SalMar er med høy andel av produksjonen i Norge svært eksponert for utviklingen av norske kroner relativt til de viktigste handelsvalutaene for laks, EUR og USD. SalMar viser seg som et kostnadseffektivt selskap og presterer jevnt over bedre enn selskapene i bransjeutvalget.

Innsikten fra analysene har dannet grunnlaget for utarbeidelsen av fremtidsprognose og avkastningskrav. Jeg legger til grunn høye, men fallende marginer i fremtiden. Verdien av den forventede fremtidige kontantstrømmen fratrukket finansiell gjeld gir et verdiestimat på vel 30 milliarder kroner. Estimatet fra den komparative verdsettelsen er relativt likt, dog noe lavere, ca. 29 milliarder kroner. Sensitivitetsanalysen viser at verdiestimatet er svært sensitivt for sentrale forutsetninger, særlig laksepris og faktorer i avkastningskravet til egenkapitalen.

Utredningen konkluderes med et verdiestimat på 31 milliarder kroner, ca. 2 % lavere enn markedsverdien på verdsettelsestidspunktet.

Forord

Denne masterutredningen markerer avslutningen på masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole (NHH).

Utredningen bygger på, og er motivert av masterkurset BUS425 som høsten 2017 ble undervist av førsteamanuensis Finn Kinserdal. Valg av tema, en fundamental verdsettelse, strekker seg imidlertid utenfor rammene av BUS425. Her får jeg utfordret meg bredt innenfor fagfeltet økonomi, hvor jeg gjerne må foreta og begrunne praktiske avveininger som kan avvike noe fra det 100 % teoretisk korrekte. Å lykkes med avveiningene krever god forståelse, da en må balansere arbeidsmengden slik at grundigheten og presisjonen ikke ofres rundt de verdidriverne som har størst påvirkning på verdsettelsen. Det er spennende og oppleves virkelighetsnært. Å skape gode resultater krever prioritering.

Arbeidet har vært utfordrende, og jeg vil først og fremst takke min fantastiske samboer og mor til våre to barn, som har utvist stor forståelse og ikke minst tålmodighet. En praktisk avveining utenfor de faglige rammene av BUS425 har vært å ofte omtale arbeidet som jobb ovenfor våre barn, slik at skolebegrepet ikke gir for mange negative assosiasjoner. Anbefales!

Avslutningsvis ønsker jeg å takke min veileder, Professor Øystein Gjerde. Din dyktighet, positivitet, treffsikre og presise innspill kan ikke undervurderes.

Bergen, mai 2018

Christian Mæhre

Innholdsfortegnelse

INNHOLDSFORTEGNELSE	4
1. INNLEDNING	6
1.1 MOTIVASJON OG FORMÅL	6
1.2 STRUKTUR	7
2. PRESENTASJON AV BRANSJEN OG SELSKAP	8
2.1 BRANSJEN	8
2.2 SALMAR	17
2.3 KOMPARATIVE SELSKAPER.....	19
3. VALG AV VERDSETTELSESMETODE	23
3.1 FUNDAMENTAL VERDSETTELSE.....	23
3.2 KOMPARATIV VERDSETTELSE	25
3.3 OPSJONSBASERT VERDSETTELSE	26
3.4 VALG AV VERDSETTELSESMETODE.....	27
4. STRATEGISK ANALYSE	29
4.1 EKSTERN ANALYSE	29
4.2 INTERN ANALYSE	45
4.3 OPPSUMMERING STRATEGISK ANALYSE.....	50
5. REGNSKAPSANALYSE	52
5.1 PRAKTISKE VALG	53
5.2 OMGRUPPERING AV BALANSEN.....	54
5.3 NORMALISERING AV REGNSKAPSTALL	59
6. HISTORISK ANALYSE OG PROGNOSE	63
6.2 DRIFTSINNEKTER	65
6.3 DRIFTSKOSTNADER.....	76
6.4 HISTORISK ANALYSE AV EBITDA	86
6.5 INVESTERINGER OG AVSKRIVNINGER.....	88
6.6 ARBEIDSKAPITAL	94
6.7 INNTEKT FRA INVESTERING I TILKNYTTEDE SELSKAP	95
7. SCENARIOANALYSE FREMTIDIG KONTANTSTRØM	96

7.1	USIKKERHETSKILDER FOR SCENARIENE	96
7.2	PROGNOSTISERTE KONTANTSTRØMMER	97
7.3	SANNSYNLIGHETSVEKT FOR SCENARIENE	105
8.	AVKASTNINGSKRAV	106
8.1	AVKASTNINGSKRAV TIL EGENKAPITALEN	107
8.2	AVKASTNINGSKRAV TIL NETTO FINANSIELL GJELD	113
8.3	AVKASTNINGSKRAV TIL TOTALKAPITALEN	115
8.4	VIRKSOMHETSVERDI (EV)	116
8.5	NETTO FINANSIELL GJELD.....	117
8.6	PREMIER OG RABATTER.....	117
8.7	FREMFORBART UNDERSKUDD	118
8.8	VERDI AV EGENKAPITALEN	118
9.	RIMELIGHETSVURDERING AV VERDI	120
9.1	KOMPARATIV VERDSETTELSE - MULTIPLIKATORMODELLEN.....	120
9.2	SENSITIVITETSANALYSE.....	124
9.3	SIMULERINGSANALYSE	127
10.	OPPSUMMERING OG KONKLUSJON	133
	VEDLEGG	135
	LITTERATURLISTE	141
	TABELLOVERSIKT	151
	FIGUROVERSIKT	153

1. Innledning

I dette kapitlet vil jeg presentere sentrale forutsetninger for oppgaven, for å bidra til en god forståelse for utredningens målsetning og struktur. Innledningsvis vil jeg gjøre rede for min motivasjon knyttet til valgt tema, bransje og selskap. Derneft vil jeg presentere problemstillingen før jeg avslutningsvis gir en oversikt over oppgavens struktur.

1.1 Motivasjon og formål

I denne utredningen vil jeg gjennomføre en strategisk analyse og fundamental verdsettelse av SalMar. Valget av et oppdrettsselskap er motivert av at næringen er viktig for norsk økonomi, har spennende fremtidsutsikter, samt bidrar til matsikkerhet og sysselsetting langs kysten. SalMar er et ungt selskap grunnlagt i 1991, og har siden opplevd en eventyrlig vekst. SalMar er i dag en av verdens største produsenter av oppdrettslaks, og verdens største produsent av økologisk laks (SalMar, 2017b). Det skal bli meget interessant å bli bedre kjent med oppdrettsbransjen og SalMar!

Formålet med denne utredningen er å beregne egenkapitalverdien til SalMar per 2. mars 2018. Dette defineres som *verdsettelsestidspunktet*, hvor informasjon etter denne datoen ikke vil bli hensyntatt i oppgaven. 2. mars 2018 er markedsverdien til SalMar ca. 31,5 milliarder kroner, opp ca. 33 % fra siste handelsdag i 2017. Den historiske toppnoteringen var noen dager tidligere, 23. februar, hvor SalMar ble verdsatt til 32,6 milliarder kroner (Oslo børs, 2018). Den svært positive utviklingen innledningsvis i 2018 bidrar til stor spenning rundt endelig verdiestimat.

Resultatet fra utredningen vil være egnet for å utarbeide en handelsstrategi. I arbeidet opptrer jeg i rollen som en ekstern analytiker, kun med tilgang til offentlig tilgjengelig informasjon.

Problemstillingen for oppgaven blir derav:

Hva er egenkapitalverdien til SalMar ASA per 02.03.2018?

1.2 Struktur

Innledningsvis vil jeg i kapittel 2 presentere bransjen og SalMar. Forståelsen av bransjen er et viktig bidrag for å kunne gi et godt verdiestimat. Denne danner grunnlaget for endelig valg av verdsettelsesmetode i kapittel 3. I kapittel 4 vil jeg ved hjelp av relevante rammeverk foreta en kvalitativ strategisk analyse. Hensikten er å bedre forstå lønnsomhetspotensialet til bransjen og SalMar. For å sikre et tilstrekkelig og godt grunnlag for den kvantitative analysen vil jeg innledningsvis i kapittel 5 foreta noen praktiske valg knyttet til analysen samt valg av selskapene jeg ønsker å sammenligne SalMar med. Videre i kapittel 5 vil jeg omgruppere balansen, samt normalisere og omgruppere resultatregnskapet. Justeringene bidrar til bedre sammenligningsgrunnlag mellom selskapene, og legger til rette for analyse av nøkkeltall. I kapittel 6 vil jeg for valgt analyseperiode gjøre en kvantitativ analyse av relevante nøkkeltall, samt lage prognoser for hver av dem. Den kvantitative analysen vil ta for seg utvikling og trender hos SalMar og de komparative selskapene. Prognosene er et resultat av både den kvantitative analysen, kunnskap om bransjen, og den kvalitative analysen fra kapittel 4.

Prognosene fra kapittel 6 tar for seg scenarier for hvert av nøkkeltallene. Ettersom et optimistisk scenario for driftsinntekter (gjerne høy laksepris) normalt ikke etterfølges av et optimistisk scenario for driftskostnader (gjerne kostnadsreduksjoner) vil jeg i kapittel 7 sette sammen prognosene i en helhetlig og mer realistisk kontekst ut fra tre ulike framtidsscenarier. Kontantstrømmene fra de tre scenariene skal videre diskonteres med avkastningskravet til totalkapitalen, som jeg vil estimere i kapittel 8. I kapittel 9 vil jeg endelig estimere egenkapitalverdien til SalMar basert på den fundamentale verdsettelsesmetoden. Ettersom verdien er et punkttestimat sårbar for forutsetningene lagt til grunn vil jeg i kapittel 10 foreta en rimelighetsvurdering av verdiestimatet. Herunder vil jeg gjennomføre komparativ verdsettelse, sensitivitetsanalyse og en simuleringsanalyse.

I kapittel 11 oppsummeres utredningen, før jeg konkluderer med et endelig verdiestimat på verdsettelsestidspunktet.

2. Presentasjon av bransjen og selskap

I dette kapitlet vil jeg presentere oppdrettsnæringen i Norge, SalMar, komparative selskap og sentrale hensyn en ønsker å kjenne til når en verdsetter en virksomhet i bransjen. En viktig målsetning er at grunnleggende kunnskaper om bransjen og SalMar skal bidra til økt innsikt om verdidrivere i bransjen.

2.1 Bransjen

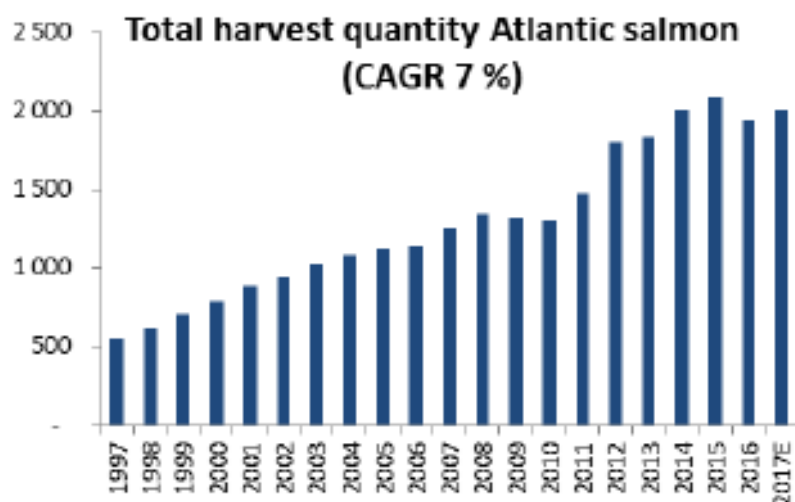
2.1.1 Historisk utvikling

Det er viktig å forstå bransjens utvikling over tid, da det kan ha konsekvenser for verdsettelsen (Kaldestad & Møller, 2016, s. 99-100).

Fiskeoppdrett er en tradisjon som spenner langt tilbake i tid. I Norge ble de første klekkeriene etablert rundt 1850 (Hallenstvedt, 2015). På 1950- og 60-tallet ble det gjort mange eksperimenter, med både gode og dyrekjøpte erfaringer. Godt samspill med forskere bidro til at kunnskapen økte, og skapte grunnlag for en levedyktig oppdrettsnæring fra begynnelsen av 1970-årene. Det viste seg at Norge hadde svært gode forutsetninger for havbasert oppdrett, gjennom en lang kyst med skjermede arealer samt gode klimatiske forhold. Særlig laksen hadde stor betydning i denne fasen. God pris, samt at den var enklere å markedsføre bidro til en økonomisk robust næring (Norges fiskeri- og kysthistorie, 2014).

Fra 1973 ble det et krav om konsesjoner for opprettelse av nye anlegg, som blant annet bidro til et samfunns mål om næringsetableringer i distriktene. I løpet av 80-tallet hadde næringen etablert seg med i hovedsak lakseoppdrett langs store deler av kysten, fra Rogaland til Finnmark. Stort tilbud av laks bidro til prisfall mot slutten av 80-tallet, og førte til mange konkurser. Vendingen kom rundt 1992, og siden har veksten i næringen vært voldsom, både i form av produksjonsvolum og produktivitetsøkninger (Marine Harvest, 2017b; Norges fiskeri- og kysthistorie, 2014).

Som figuren under viser har produksjonsveksten av atlantisk laks økt med i gjennomsnitt ca. 7 % årlig i perioden 1997-2017E. Volumet er oppgitt i tusen tonn. Den gjennomsnittlige årlige veksten har vært noe lavere i 2005-2016, henholdsvis 5 %. Som figuren også viser har veksten stagnert ytterligere fra 2012 (Marine Harvest, 2017b).



Figur 2-1: Utvikling årlig produksjon av atlantisk laks. (Marine Harvest, 2017b)

Marine Harvest (2017b) hevder at bakgrunnen for stagnasjonen fra 2012 er at produksjonsnivået har nådd en grense for hva som biologisk sett er forsvarlig og bærekraftig med dagens teknologi. En økning fremover uten teknologiske fremskritt vil ha miljømessige konsekvenser og derav kunne skade næringens lønnsomhet på sikt.

Til tross for stagnasjon knyttet til volum fra 2012, har verdien av solgt laks målt i EUR økt fenomenalt. I perioden 2012-2016 økte verdien med 72 %, til tross for en marginal produksjonsøkning (Marine Harvest, 2017b). Prisøkningen er et tydelig signal om at veksten i etterspørsel etter laks har vært høyere enn veksten i produksjon.

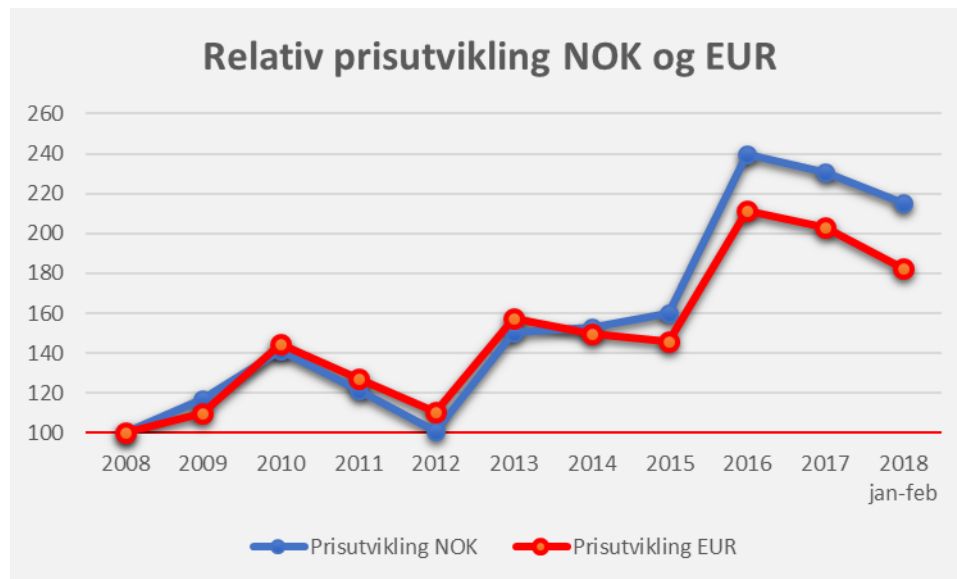
2.1.2 Laksepris

Som nevnt har prisen på laks økt voldsomt, særlig i perioden etter 2015. I perioden 2013-2015 var årlig gjennomsnittspris rundt 40 kroner per slaktet kilo. I 2016 og 2017 har prisen steget signifikant, med årlige gjennomsnitt på henholdsvis 63 kroner (2016) og 61 kroner (2017). Figuren under viser et historisk tilbakeblikk på utviklingen av laksepris i norske kroner og EUR. Prisene er ikke indeksjustert.

År	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 jan-feb
NOK/kg	26,4	30,9	37,3	32,0	26,6	39,6	40,3	42,1	63,1	60,9	56,7
EUR/kg	3,2	3,5	4,7	4,1	3,6	5,1	4,8	4,7	6,8	6,5	5,9

Tabell 2-1 - Utvikling laksepris - årlig snitt (Fishpool, 2018)

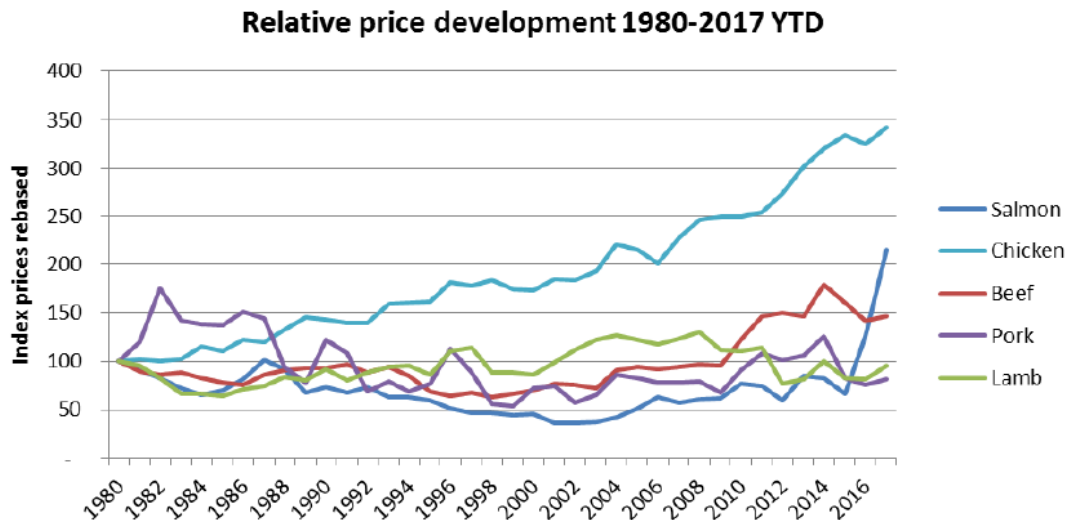
Dersom en ser på den relative prisutviklingen for hver av valutaene i perioden er det frem til og med 2014 kun marginale forskjeller. I 2015 til og med februar 2018 er prisen målt i norske kroner høyere som følge av en valutavekkelse mot EUR.



Figur 2-2 - Relativ prisutvikling i NOK og EUR

Bak den årlige gjennomsnittsprisen er det store svingninger innenfor det enkelte år. Ser en på gjennomsnitt på månedsbasis var laveste pris i 2016 omkring 54 kroner mens høyeste pris utgjorde mer enn 75 kroner. Tilsvarende var situasjonen i 2017 (Fishpool, 2018). Den høye volatiliteten kan dels forklares med uelastisk tilbudsside. Produksjonssyklusen for laks tar om lag tre år. Når laksen er slakteklar må den slaktes og sendes ut i markedet som et ferskt produkt, og må følgelig selges raskt. Det er derfor vanskelig for produsentene å tilpasse tilbudet av laks, og en opplever derfor perioder med over- og underskudd av laks i markedet. Videre viser det seg at prisutviklingen på laks korrelerer høyt mellom de ulike markedene globalt (Marine Harvest, 2017b).

Målt mot prisutviklingen på andre viktige proteinkilder som storfe, svin og kylling opplevde en i perioden 2004-2014 at laks prismessig styrket sin konkurransesituasjon. Dette ved at lakseprisen til tross for sterk prisutvikling relativt sett har blitt billigere enn de alternative proteinkildene (Nærings- og fiskeridepartementet, 2015). Imidlertid har prisen på laks siden medio 2015 steget markant, og har styrket seg kraftig relativt til samtlige av de alternative proteinkildene noe som vises av figuren under.



Figur 2-3: Relative price development of protein products (Marine Harvest, 2017b)

Den høye volatiliteten knyttet til lakseprisen innebærer risiko både for produsenter og kjøpere av laks, noe som kan gjøre det krevende å planlegge investeringer og operasjonelle aktiviteter i en lengre tidshorisont. I all hovedsak foregår salg av oppdrettslaks til spotpris. Imidlertid er det mulighet for å sikre prisen på fremtidige salg og kjøp ved finansielle forwardkontrakter gjennom Fish Pool, som er regulert av Finanstilsynet. Dette gjennom at kjøper og selger avtaler en fremtidig pris for et gitt volum (Fish Pool, 2018b). SalMar verdsetter sine biologiske eiendeler basert på forward-priser (SalMar, 2017a). Prisen på forwardkontraktene vil derfor være det best tilgjengelige estimatet for fremtidig laksepris.

2.1.3 Produksjon av laks

Områder egnet for lakseoppdrett og reguleringer

Som beskrevet i kapittel 2.1.1 har produksjonsveksten for laks totalt sett vært svært høy de siste 20 årene, men at biologiske barrierer har dempet produksjonsveksten, særlig etter 2012. Det biologiske aspektet medfører at næringen forventer svakere vekst i produksjonen fremover, enn den historiske utviklingen skulle tilsi. Dagens teknologi med oppdrettsmerder langs kysten, legger begrensninger på hvor lakseoppdrett kan finne sted. Effektivt lakseoppdrett fordrer definerte sjøtemperaturer, optimalt mellom 8 og 14 grader celsius. Videre må områdene hvor laksemerdene plasseres være skjermet for sterke havstrømmer, men samtidig ha noe strøm i vannet. I tillegg må den politiske viljen være til stede, da

produksjonen opptar havområder langs kysten. Rundt 70 % av den totale lakseproduksjonen kommer fra oppdrett (Marine Harvest, 2017b). Illustrasjonen under viser områder som med dagens kunnskap anses egnet for lakseoppdrett.



Figur 2-4 - Coastlines feasible for salmon farming (Marine Harvest, 2017b)

De nevnte forutsetningene bidrar til at Norge har store fortrinn for oppdrett av laks (Nærings- og fiskeridepartementet, 2015). Høy produktivitet som følge av naturgitte forhold er en av faktorene som har bidratt til svært høy lønnsomhet i den norske oppdrettsbransjen, til tross for høye lønnskostnader (Fiskeridirektoratet, 2015).

I Norge er oppdrett regulert, noe som medfører at en må ha tillatelse for produksjon. Tillatelsen omfatter krav fra myndighetene, herunder samfunns mål som verdiskapning i distriktene og miljø. Antall tillatelser begrenses av myndighetene, hvor hver tillatelse omfatter en maksimal tillat biomasse (MTB). MTB regulerer krav til antall kg biomasse (antall kg levende fisk i sjøvann) på selskapsnivå, samt et tak på hvor mye biomasse som kan finnes innenfor en lokalitet (Fiskeridirektoratet, 2017b).

En av faktorene som kan bidra til økt tilbud av laks i fremtiden er utvikling av landbaserte anlegg. På verdensbasis er det stor teknologisk utvikling knyttet til landbasert oppdrett, og landbasert oppdrett er den dominerende teknologien for enkelte oppdrettsarter. Imidlertid har forsøk på landbasert oppdrett av laks hittil vist seg ikke å være kommersielt lønnsomt.

Globalt var det i 2015 12 landbaserte oppdrettsanlegg som benytter RAS-teknologi (Recirculating Aquaculture Systems), i hovedsak i Canada, USA og Danmark. Teknologien omfatter resirkulering av vann i de landbaserte merdene slik at fisken tilføres oksygen og avfallsstoffer fjernes, slik at kun en mindre andel nytt vann trenger å tilføres. Anleggene som i dag er i drift er små, med begrenset produksjon. Landbasert oppdrett fremstår fortsatt som et konsept i en utviklingsfase. En mulighet innenfor landbasert oppdrett er å ha smolten i oppdrettsanlegget i en lengre periode enn tidligere. Dette reduserer perioden i de sjøbaserte anleggene, noe som kan bidra til høyere omløpshastighet og derav økt produksjon (Fiskeridirektoratet, 2015).

Atlantisk laks står for den suverent største andelen av oppdrettslaks globalt, og utgjorde 83 % i 2016. I tillegg omfatter den globale produksjonen henholdsvis 11 % av arten Large Trout, og 6 % av Stillehavslaks (Marine Harvest, 2017b). Lakseoppdrett i Norge omfatter utelukkende Atlantisk laks (Kontali Analyse, 2018; SalMar, 2017a). Begrepet laks i denne utredningen vil således referere til Atlantisk laks.

I den norske oppdrettsnæringen utgjorde laks i 2016 ca. 93 % av produksjonen målt i vekt. De andre fiskeartene omfatter regnbueørret (6,6 %), samt en svært begrenset mengde med henholdsvis røye (0,03 %), kveite (0,11 %) og skalldyr (0,17 %) (Statistisk sentralbyrå, 2017). Fra 2016 frem til og med februar 2018 utgjorde regnbueørret 5,1 % av den samlede produksjonen av laks og regnbueørret (Norges Sjømatråd, 2018). Jeg antar at produksjonskostnadene er relativt like, ettersom Fiskeridirektoratet (2017d) ikke skiller mellom kostnadene per kilogram laks og regnbueørret i statistikk knyttet til produksjonskostnader. Dette vises i tabell 2-3. Samtidig vil jeg anta lik salgspris fremover. Historisk sett har det kun vært marginale skiller mellom prisen på laks og regnbueørret, noe som fremgår av tabellen under:

	Fersk hel laks	Fersk hel ørret
Gjennomsnittspris 2009 - januar 2018	43,0	43,8
Gjennomsnittspris 2014 - januar 2018	52,4	52,1
Gjennomsnittspris 2017 - januar 2018	59,0	61,2

Tabell 2-2 - Gjennomsnittspriser laks og regnbueørret (Norges Sjømatråd, 2018)

Når jeg beregner korrelasjonskoeffisienten for prisutviklingen på laks og regnbueørret viser den er svært sterk korrelasjon på 0,97 siste 10 år. Videre oppgir SalMar i årsrapportene at de

produserer regnbueørret, men de oppgir ikke i hvilken mengde. Jeg forutsetter derfor at SalMar i rapporteringen rundt solgt mengde laks årlig inkluderer regnbueørret. Med bakgrunn i rapporteringen, samt at marginene på regnbueørret og laks viser seg å være nærmest identiske vil jeg ikke skille mellom laks og regnbueørret, men omtale begge som laks videre i utredningen.

Produksjonsprosess og innsatsfaktorer

Å produsere laks er omfattende. Produksjonssyklusen tar om lag 3 år. Produksjonen starter med rogn fra stamfisk som befruktes i ferskvann, hvor de ligger til klekking i rundt 60 dager. Når laksen har klekket kalles den yngel og flyttes over til et større ferskvannskar når den begynner å ta til seg næring. Etter 10-16 måneder veier fisken (smolt) mellom 60-100 gram, og er klar til å settes i merder i sjøen. Laksen holdes i merdene til den når en vekt på mellom fire og seks kilo, noe som tar mellom 14 og 22 måneder. Deretter fraktes den med brønnbåter til slakteri og senere til videreforedling og videre ut i markedene (Laks.no, 2018). Sjøtemperaturen er svært viktig for vekstraten til laksen. Er det for varmt øker risikoen for sykdom, mens for kald temperatur øker risikoen for at laks dør (Marine Harvest, 2017b).

Kostnadene til produksjon omfatter flere faktorer, hvor fôr, andre kostnader, smolt og lønn er de største kostnadsdriverne ved lakseoppdrett. Tabellen under viser gjennomsnittlige kostnader per kilogram produsert fisk for laks og regnbueørret tilvirket i Norge:

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Smoltkostnad pr. kg	Kr	2,13	1,97	2,45	2,27	2,16	2,19	2,52	2,72	3,18
Fôrkostnad pr. kg	Kr	9,93	9,99	10,98	11,00	10,85	11,50	11,83	13,18	14,55
Forsikringskostnad pr. kg	Kr	0,15	0,14	0,15	0,14	0,12	0,11	0,10	0,13	0,13
Lønnskostnad pr. kg	Kr	1,45	1,30	1,69	1,60	1,55	1,80	1,92	2,07	2,28
Avskrivninger pr. kg	Kr	1,08	1,01	1,16	1,09	1,15	1,23	1,26	1,58	1,80
Annen driftskostnad pr. kg	Kr	2,93	2,94	3,30	3,36	3,26	5,58	5,54	6,31	8,71
Netto finanskostnad pr. kg	Kr	0,95	0,39	0,29	0,19	0,22	0,28	0,20	0,16	-0,04
Produksjonskostnader pr. kg	Kr	18,61	17,73	20,03	19,66	19,31	22,69	23,38	26,15	30,60
Slaktekostnad pr. kg	Kr	2,37	2,38	2,84	2,52	2,67	2,64	2,46	2,95	3,26
Sum kostnad pr. kg	Kr	20,98	20,11	22,87	22,18	21,98	25,33	25,83	29,10	33,86

Tabell 2-3 - Beregnede kostnader pr. kg produsert fisk (Fiskeridirektoratet, 2017d)

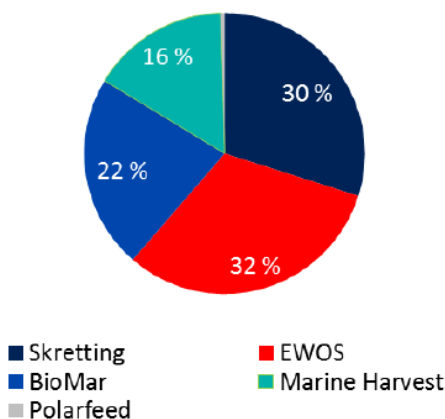
Ved å benytte relative størrelser kommer det tydelig frem at fôrkostnadene de siste årene til tross for en økning i absolutte tall utgjør en lavere andel av de totale kostnadene. Andre driftskostnader har steget markant, særlig fra 2013. Kostnaden til lønn, smolt og øvrige poster har holdt seg stabilt, relativt sett. Som nederste rad på figuren under viser har det vært en markant kostnadsvekst i bransjen i 2015 og 2016.

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Smoltkostnad pr. kg	Kr	10 %	10 %	11 %	10 %	10 %	9 %	10 %	9 %	9 %
Fôrkostnad pr. kg	Kr	47 %	50 %	48 %	50 %	49 %	45 %	46 %	45 %	43 %
Forsikringskostnad pr. kg	Kr	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Lønnskostnad pr. kg	Kr	7 %	6 %	7 %	7 %	7 %	7 %	7 %	7 %	7 %
Avskrivninger pr. kg	Kr	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %
Annen driftskostnad pr. kg	Kr	14 %	15 %	14 %	15 %	15 %	22 %	21 %	22 %	26 %
Netto finanskostnad pr. kg	Kr	5 %	2 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	0 %
Produksjonskostnader pr. kg	Kr	18,61	17,73	20,03	19,66	19,31	22,69	23,38	26,15	30,60
Slaktekostnad pr. kg	Kr	11 %	12 %	12 %	11 %	12 %	10 %	10 %	10 %	10 %
Sum kostnad pr. kg	Kr	20,98	20,11	22,87	22,18	21,98	25,33	25,83	29,10	33,86
Kostnadsvekst			-4,2 %	13,7 %	-3,0 %	-0,9 %	15,3 %	2,0 %	12,6 %	16,4 %

Tabell 2-4 - Beregnede kostnader pr. kg produsert fisk, relative størrelser

Fôrproduksjonen er som vist i tabellene den største enkeltkostnaden, og utgjør nær halvparten av driftskostnadene til oppdrettsbransjen i Norge. Mens smoltproduksjonen gjerne er vertikalt integrert hos oppdrettsselskapene, kjøpes fôr fra eksterne leverandører. Unntaket er Marine Harvest som fra 2012 har produsert en stor del av fiskefôret til eget bruk selv (Marine Harvest, 2017a). Fôrprisene er avhengig av flere faktorer, særlig fiskemel og fiskeolje, valuta og bruk av dyrere spesialfôr. Valutaavhengigheten skyldes at det meste av råvarene til fiskefôr blir importert (Iversen et al, 2015). De største produsentene av fiskefor omfatter:

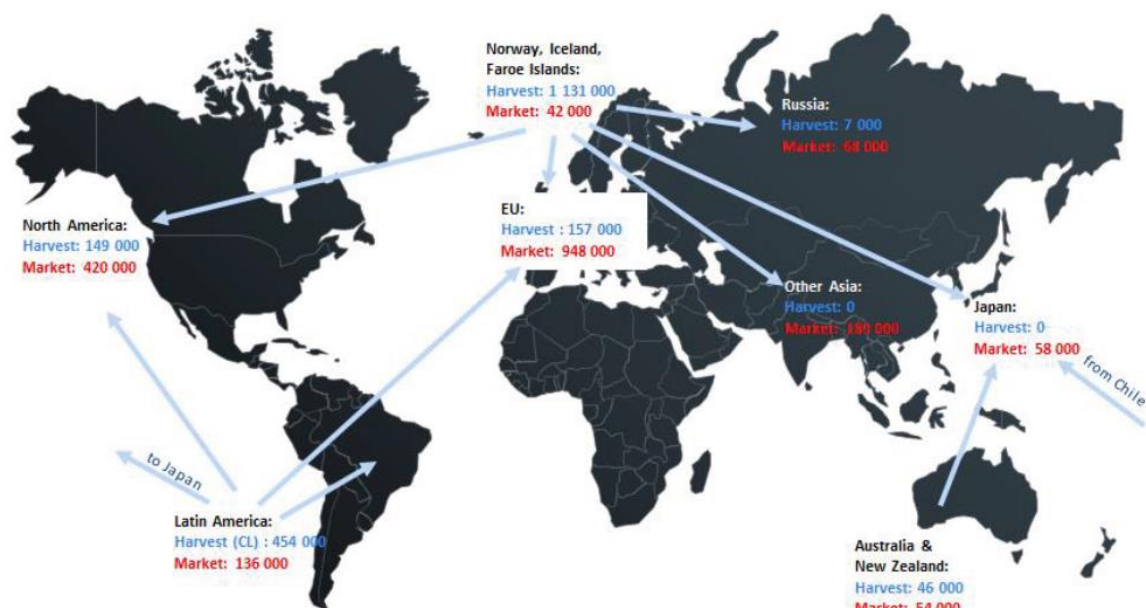
Feed producers' market share in Norway 2015



Figur 2-5 - Fôrprodusenters markedsandel i Norge 2015 (Marine Harvest, 2017b)

2.1.4 Salg av laks

Norge er verdens største produsent og eksportør av atlantisk laks. Norsk laks og ørret produsert i 2017 stod for 67,5 milliarder kroner i inntekter. Av dette utgjorde EU-markedet 45,9 milliarder kroner, hvilket innebærer 68 % av inntektene. Resterende produksjon ble i hovedsak solgt til det Asiatiske markedet. Laks selges primært som ferskvare, og derfor er det relativt høye transportkostnader knyttet til å selge i markeder langt unna der hvor produksjonen foregår, da flyfrakt er nødvendig. Imidlertid er det kun Nord-Europa og Sør-Amerika som er nettoeksportører av laks. Konsumentene i større markeder som Asia og Nord-Amerika er derfor avhengig av import over lengre avstander. Hovedlinjene er at markedet i Asia importerer laks fra både Nord-Europa og Sør-Amerika, mens etterspørselen i USA i all hovedsak omfatter laks fra Sør-Amerika (Marine Harvest, 2017b). Dette illustreres under:



Figur 2-6 - Global trade flow of farmed Atlantic Salmon (Marine Harvest, 2017b)

Gjennomsnittlig årlig etterspørselsvekst i EU har vært 4 % de siste 10 årene, og hele 10 % for Asia (Marine Harvest, 2017b). Dette er en høy vekstrate, særlig når en legger til grunn den kraftige prisøkningen på laks i den aktuelle perioden.

2.2 SalMar

SalMar er en relativt ung virksomhet, grunnlagt i 1991. Opphavet var et konkursbo med én tillatelse for oppdrett, samt et slaktings- og bearbeidingsanlegg. I år 2000 hadde SalMar et totalt slaktet volum på 11 000 tonn målt i sløyd vekt. Fra 1997 til 2006 var SalMar heleid av holdingselskapet Kverva AS, som i 2006 gjennomførte et nedsalg av 42,5 % av aksjene. I 2007 ble selskapet notert på Oslo Børs, og hadde da en produksjon på 64 000 tonn. Selskapets historie har vært preget av en eksepsjonell vekst, gjennom kjøp av konsesjoner og andre oppdrettsvirksomheter (Salmar, 2017a). Veksten har bidratt til at SalMar i dag er verdens og Norges tredje største produsent av atlantisk laks, marginalt slått av Lerøy Seafood (Marine Harvest, 2017b). Produksjonsvolumet utgjorde i 2017 135.200 tonn, hvor omsetningen kom på 10,8 milliarder kroner (Salmar, 2018a). SalMar har 100 tillatelser for oppdrett i Norge, og har i tillegg videreforedlingsvirksomhet. Totalt har SalMar ca. 1.000 ansatte. Videre har SalMar 50 % eierandel i Norskott Havbruk AS, hvor Lerøy Seafood eier resterende 50 %. Norskott Havbruk eier 100 % av Storbritannias nest største produsent av laks, Scottish Seafarms Ltd. Scottish Seafarms Ltd. er en oppdrettsvirksomhet som i 2016 hadde en årlig produksjon på 28 000 tonn. SalMar sin hovedaksjonær er Kverva AS, som eier 53,4 % av aksjene i selskapet (SalMar, 2017a). SalMar sin andel av produksjonen fra Norskott Havbruk kommer i tillegg til oppgitt produksjonsvolum for SalMar på 135.200 tonn.

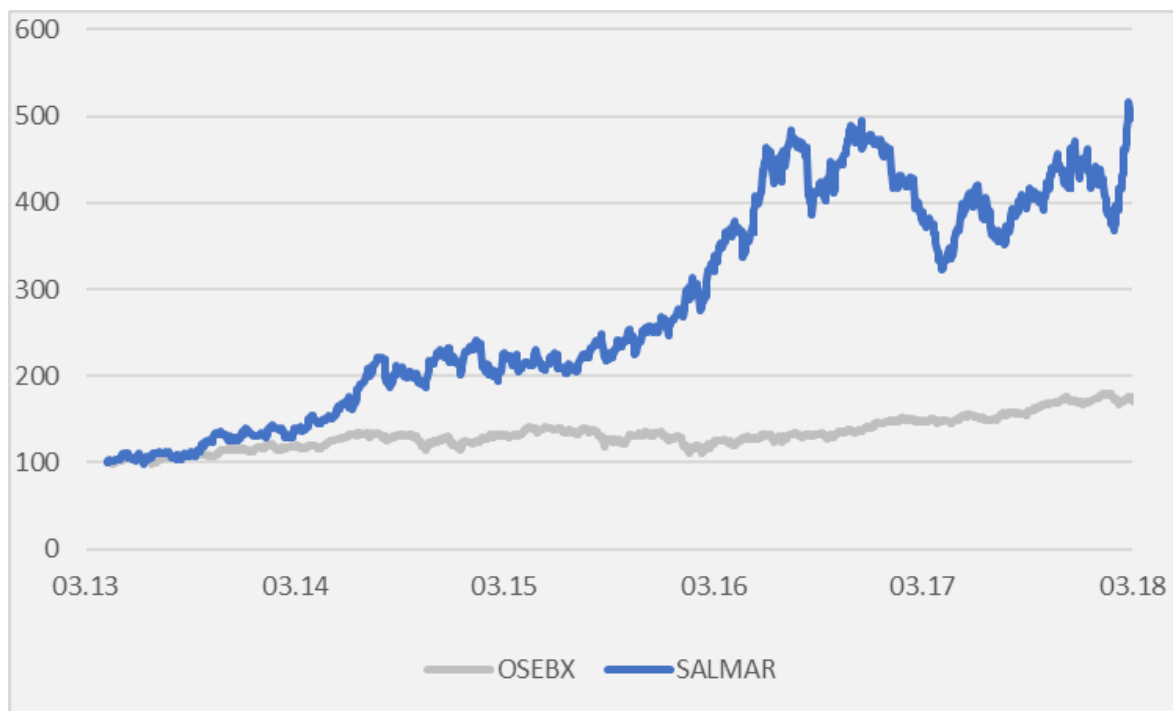
SalMar sin virksomhet er i dag delt inn i to virksomhetsområder, henholdsvis oppdrett av laks og ørret, samt salg og prosessering. Virksomhetsområdet oppdrett er delt inn i to segmenter, henholdsvis Oppdrett Midt-Norge og Oppdrett Nord-Norge. Oppdrett Midt-Norge stod i 2017 for 65 % av slaktevolumet og omfatter 68 av totalt 100 tillatelser (SalMar, 2018a). Imidlertid vurderer SalMar (2017a) Nord-Norge som det området i Norge med størst potensiale for videre vekst. Dette begrunnes med færre utfordringer knyttet til sykdom og lus, samt bedre naturgitte forutsetninger. De gode forutsetningene i Nord-Norge har bidratt positivt til SalMar sine økonomiske resultater. For 2017 leverte SalMar samlet en operasjonell EBIT-margin på 41 %, herunder 48 % for oppdrett Nord-Norge og 36 % for oppdrett Midt-Norge. Gjennomsnittlig EBIT-margin i perioden 2012-2017 var 35 % for Nord-Norge og 30 % for Midt-Norge. Også for bransjen har EBIT-marginen i 2012-2016 vært høyere i Nord-Norge (25,7 %), enn for Midt-Norge (Trøndelag) (23,2 %) og Vestlandet

(19,5 %) (Fiskeridirektoratet, 2017d). Virksomhetsområdet salg og prosessering har ansvar for å disponere og selge hele konsernets slaktevolum. De kjøper laks fra oppdrettsvirksomheten til markedspris. Hovedandelen av prosesseringen foregår ved InnovaMar, som er et stort og moderne anlegg i Midt-Norge for slakting og filetering. Lønnsomheten for virksomhetsområdet har vært svak, noe SalMar forklarer med vanskelige rammebetingelser som følge av volatil laksepris og produksjon, samt lavere effektivitet som følge av lavere kvalitet på råstoffet (SalMar, 2017a). Den gjennomsnittlige EBIT-marginen til virksomhetsområdet har i perioden 2012-2017 vært negativ (-1,05 %).

Oppdrettsaktiviteten til SalMar er vertikalt integrert gjennom hele verdikjeden. Det innebærer alt fra stamfisk og rognproduksjon til slakting av voksen laks, samt foredling, salg og distribusjon (SalMar, 2017a). Dette gir SalMar mulighet til å ha kontroll på kvaliteten i alle ledd, og selv kunne implementere effektiviserende tiltak der i verdikjeden det har størst effekt. SalMar var i 2016 fortsatt avhengig av å kjøpe noe av fiskematerialet fra andre leverandører (SalMar, 2017b).

SalMar hadde i 2016 direkte salg til over 40 ulike nasjoner. Deres viktigste marked er Europa (45,6 % unntatt Norge), hvor Polen, Litauen og Tyskland utgjør de største enkeltmarkedene. Dernest Asia (20,6 %), med i hovedsak Japan, Korea, Vietnam og Singapore. Det tredje viktigste markedet er Norge (16,8 %), før Nord-Amerika (16,6 %). Øvrige markeder utgjorde 0,4 % (SalMar, 2017a).

SalMar er notert på Oslo Børs, og var per 02. mars 2018 verdsatt til rett i underkant av 31,5 milliarder kroner, opp eksepsjonelle ca. 500 % siste 5 år, vel 30 % på 12 måneder, og 15 % siden første handelsdag (2. januar) i 2018 (Oslo Børs, 2018). Figuren under viser den relative kursutviklingen for SalMar de seneste 5 år sammenlignet med utviklingen på Oslo Børs Hovedindeks (OSEBX):



Figur 2-7 - SalMar ASA - kursutvikling siste 5 år mot OSEBX (Oslo Børs, 2018)

2.3 Komparative selskaper

I dette delkapittelet gis en kort introduksjon av de valgte komparative selskapene. Argumentasjonen for valg av komparative selskap presenteres nærmere i kapittel 5.1.3.

2.3.1 Marine Harvest

Marine Harvest (MHG) sin historie begynner i 1964, hvor de startet med laksevirksomhet i Norge, under navnet Mowi. Etter å ha blitt kjøpt opp i flere omganger, ble selskapet først hetende Marine Harvest i 2006. Selskapet har opplevd enorm vekst, hvor inntektene siden 2007 har doblet seg fra 1,758 milliarder EUR i 2007 til 3,510 milliarder EUR i 2016 (Marine Harvest, 2017a). I dag er Marine Harvest verdens desidert største produsent av laks, med en produksjon på 236.000 tonn sløyd laks i 2016. Til sammenligning har Lerøy Seafood, verdens nest største produsent, en produksjon på 115.700 tonn i 2016 (Marine Harvest, 2017b).

Som SalMar, er Marine Harvest integrert gjennom hele verdikjeden. En målsetning begge selskapene har er å videreutvikle verdikjeden slik at de ulike delene av den vertikalt

integreerte verdikjeden kun handler med hverandre (Marine Harvest, 2017b; Salmar, 2017a). Marine Harvest har i dag ca. 12.700 ansatte, og har virksomhet i 24 ulike land. Salg av laks utgjorde i 2016 90 % av salgsinntektene. Selskapet har en strategi om å videreforedle mer av laksen selv, da videreforedte produkter har mer stabile priser enn hva som er tilfellet i spot-markedet for sløyd laks (Marine Harvest, 2017a). Per 02. mars 2018 er markedsverdien på Marine Harvest ca. 74 milliarder kroner. Selskapet har flere likhetstrekk med SalMar, herunder utgjør laks tilnærmet all omsetning, samt at selskapene er vertikalt integrert gjennom hele verdikjeden. Målt i omsetning, markedsverdi og geografisk utbredelse er Marine Harvest en betydelig større virksomhet.

2.3.2 Lerøy Seafood Group

Lerøy Seafood Group (LSG) har dype historiske røtter, helt tilbake til slutten av 1800-tallet. Lerøy hadde finansielle problemer på 80-tallet, og gjennomførte i 1994 en kriseemisjon som før emisjonen verdsatte egenkapitalen til 20 millioner kroner. Frem til 1997 var konsernet familieeid, men en strategiendring med mål om å utvikle selskapet gjennom hele verdikjeden krevde en ny emisjon. Dette var starten på en rekke investeringer innenfor havbruk fra 1999. Senere har fusjoner, oppkjøp og høy organisk vekst bidratt til at Lerøy i dag er en av verdens største produsenter av laks og ørret (Lerøy Seafood, 2017). Som allerede nevnt under presentasjonen av SalMar eier Lerøy 50 % av Norskott Havbruk, hvor SalMar eier resterende 50 %.

SalMar og Lerøy Seafood har likheter ved at de er vertikalt integrerte og produserer tilnærmet lik mengde atlantehavslaks. Lerøy Seafood har imidlertid høyere omsetning, og solgte produkter for 17,269 milliarder kroner i 2016, mot 9,030 milliarder for SalMar sitt vedkommende (Lerøy Seafood, 2017; SalMar, 2017a). Lerøy Seafood har betydelig videreforedlingsvirksomhet, hvor salg av bearbeidet laks i 2016 utgjorde 29,1 % av omsetningen. Laksen Lerøy bearbeider handles inn også fra andre oppdrettsselskap. Totalt utgjorde laks, herunder slaktet laks og bearbeidet laks rett i underkant av 70 % av omsetningen i 2016. Øvrige salgsinntekter stammer i hovedsak fra ørret og hvitfisk. Selskapet har totalt 146 tillatelser for oppdrett av laks og ørret (Lerøy Seafood, 2017). Stor videreforedlingsvirksomhet, samt oppdrett og fiske av andre fiskearter skiller Lerøy fra SalMar. Per 02. mars 2018 er Markedsverdien til Lerøy Seafood ca. 28 milliarder kroner.

2.3.3 Grieg Seafood

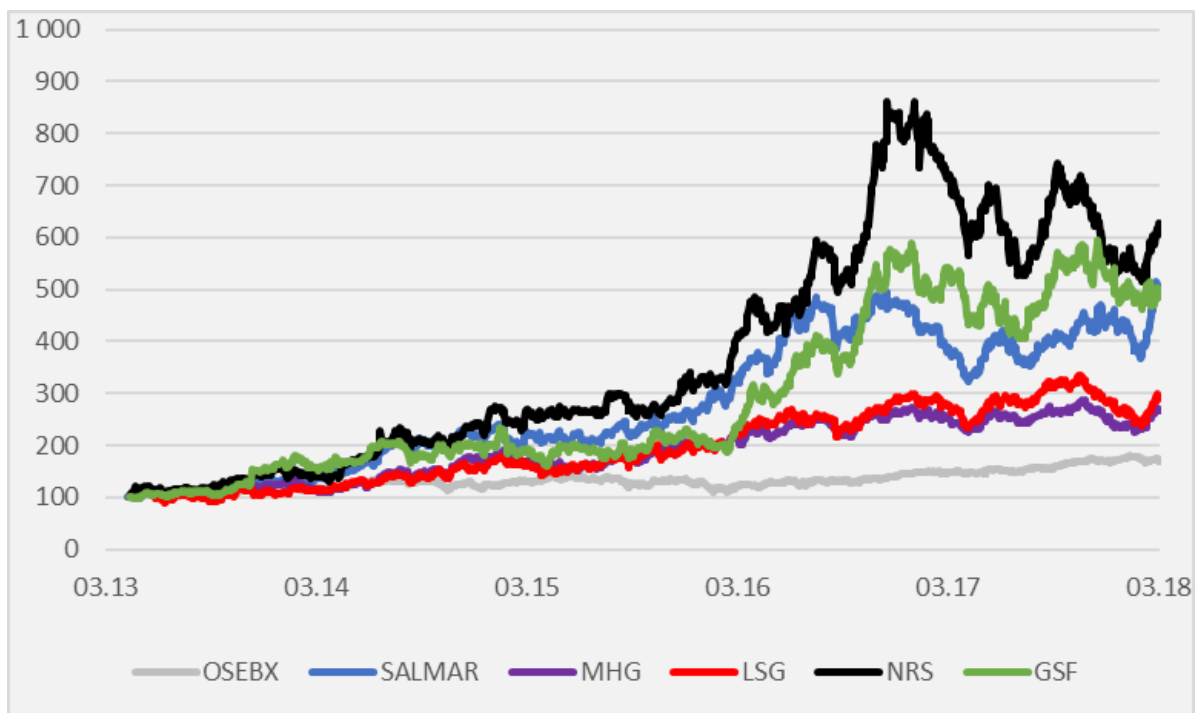
I 2016 produserte oppdrettsvirksomheten i Grieg Seafood (GSF) 40.500 tonn slaktet laks. Selskapet har totalt 105 tillatelser, hvorav 47 av dem i Norge. Selskapet skiller seg fra SalMar ved at de har en stor andel av produksjonen utenfor Norge, nærmere 40 %. Dette omfatter Shetland og Canada. Konsernet omsatte for vel 6,5 milliarder kroner i 2016, og produserer kun laks. GSF er et langt mindre selskap enn SalMar, men hvor produksjonen har større internasjonal utbredelse relativt til selskapets størrelse. Selskapene er i all hovedsak eksponert mot oppdrett av laks, og har aktiviteter innenfor hele verdikjeden (Grieg Seafood, 2017). Per 02. mars 2018 er Markedsverdien til GSF ca. 7,5 milliarder kroner.

2.3.4 Norway Royal Salmon

Norway Royal Salmon (NRS) er et ungt selskap grunnlagt i 1992 av 34 lakseoppdrettere for å drive salg og markedsføring av oppdrettslaks. Historien siden har vært preget av oppkjøp og emisjoner, som har bidratt til en kraftig vekst. NRS er nå et integrert sjømatelskap som driver oppdrett og salg. I 2016 produserte oppdrettsvirksomheten 26.800 tonn slaktet laks, fordelt på 35 tillatelser. Selskapet omsatte for 4,2 milliarder kroner (Norway Royal Salmon, 2017). NRS er et langt mindre konsern enn SalMar, både i størrelse og utbredelse. I tillegg skiller NRS seg fra SalMar ved at de har en omfattende salgsvirksomhet. NRS omsatte i 2016 66.808 tonn laks, hvor egen produksjon kun utgjorde rundt 40 %. På den annen side har NRS, som SalMar, virksomhet innenfor hele verdikjeden, samt at produksjon og salg av oppdrettslaks utgjør det aller vesentligste av omsetningen. Per 02. mars 2018 er Markedsverdien til NRS ca. 6,4 milliarder kroner.

2.3.5 Utvikling markedsverdi SalMar og komparative selskap

Som vist i figur 2-7 har SalMar sin utvikling i markedsverdi de seneste fem årene (9.april 2013 – 02. mars 2018) vært eksepsjonell. Dette gjelder i stor grad også for de sammenlignbare selskapene, hvor samtlige har gitt en avkastning langt høyere enn OSEBX. Laveste avkastning har Marine Harvest (MHG) gitt, med ca. 270 %. Høyeste avkastning er NRS, med ca. 630 %, foran SalMar (ca. 500 %), GSF (ca. 480 %) og Lerøy (ca. 300 %).



Figur 2-8 - Relativ utvikling komparative selskap mot OSEBX (Oslo Børs, 2018)

3. Valg av verdsettelsesmetode

Det finnes et vidt spekter av ulike metoder for verdsettelse, både de enkle og mer kompliserte. Hovedteknikkene som benyttes er fundamental, komparativ og opsjonsbasert verdsettelse. Metodene har sine styrker og svakheter, og ofte vil en kombinasjon være foretrukket ved en verdsettelse (Damodaran, 2012, s. 11, 25). I dette kapitlet vil jeg presentere de tre hovedteknikkene, og til slutt konkludere med valget av metoden som vurderes best egnet til å verdsette SalMar innenfor rammene av utredningen.

3.1 Fundamental verdsettelse

Ved bruk av den fundamentale verdsettelsesmetoden søker en å estimere den underliggende verdien til selskapet ved å fokusere på de fremtidige kontantstrømmene. En vil da kunne finne frem til et verdiestimat som avviker fra markedsverdien, noe som kan underbygge en handelsstrategi for når en bør investere i aksjer i det aktuelle selskapet.

En skiller mellom to hovedtilnærminger til den fundamentale verdsettelsen, henholdsvis egenkapital- og selskapskapitalmetoden (total kapitalmetoden). Metodene gir ulike kontantstrømmer og diskonteringsfaktorer, men en vil ved konsistent bruk komme frem til lik egenkapitalverdi for selskapet. Egenkapitalmetoden hensyntar kontantstrøm etter finanskostnader, og følgelig hensynstas ikke gjeld i avkastningskravet. Motsatt tar total kapitalmetoden utgangspunkt i kontantstrøm før finanskostnader, og hensyntar derfor gjeld i avkastningskravet (Damodaran, 2012, s. 11-14).

Første steget i den fundamentale verdsettelsen er en strategisk analyse av interne og eksterne forhold. En søker da å tilegne økt forståelse for hvordan verdiene skapes, og hvordan de påvirkes av endringer i markedet. Innsikten kan bidra til at en avdekker at selskapet har strategiske fordeler eller ulemper sammenlignet med bransjen eller markedet. En strategisk fordel innebærer evne til å oppnå høyere lønnsomhet. Den strategiske analysen inkluderer både en kvalitativ strategisk analyse og en kvantitativ regnskapsanalyse. Målsetningen med den strategiske analysen er å skape et best mulig grunnlag for å predikere fremtidig kontantstrøm som er neste steg i modellen. Kontantstrømmen risikojusteres gjerne som et vektet snitt av ulike framtidsscenarioer, før den diskonteres med avkastningskravet. Ved

totalkapitalmetoden kommer en frem til egenkapitalverdien gjennom nåverdien av fremtidige kontantstrømmer fratrukket netto finansiell gjeld og eventuelle premier og rabatter (Kaldestad & Møller, 2016, s. 46-59).

Den mest brukte varianten av totalkapitalmetoden benytter EBITDA som et estimat på kontantstrømmen fra drift (Kaldestad & Møller, 2016, s. 41). Denne varianten beregner verdien av egenkapitalen på følgende måte (Kinserdal, 2017a):

1. Estimerer fremtidig kontantstrøm:

EBITDA
- Vedlikeholdsinvesteringer
- Kapasitetsinvesteringer / engangsinvesteringer
- Endring i arbeidskapital
= Kontantstrøm før skatt
- Effektiv skatt
= Kontantstrøm etter skatt (CF)

Tabell 3-1 - Estimere fremtidig kontantstrøm etter skatt

2. Virksomhetsverdien er nåverdien av fremtidig kontantstrøm, som beregnes ved følgende formel:

$$\text{Virksomhetsverdi ("Enterprise value" (EV))} = \sum_{t=1}^T \frac{CF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{\text{Terminalverdi}}{(1 + WACC)^T}$$

- WACC («weighted average cost of capital») = avkastningskravet til totalkapitalen
- g = vekstrate

Det første leddet utgjør nåverdien av kontantstrømmene i den eksplisitte prognoseperioden, mens det andre leddet er nåverdien av den «evige» kontantstrømmen. For den evige kontantstrømmen antar en konstant vekst og kan derfor benytte Gordons vekstformel for å anslå terminalverdien. Lengden på den eksplisitte prognoseperioden avhenger av bransje og selskap, et valg jeg vil begrunne i kapittel 6.

3. Deretter estimeres egenkapitalverdien:

Virksomhetsverdi (EV)
- Netto finansiell gjeld
- Premier og rabatter
- Verdi av fremførbart underskudd
= Verdi av egenkapitalen

Tabell 3-2 - Estimere verdi av egenkapitalen

Metoden har noen begrensninger. Den egner seg best for selskaper med positiv kontantstrøm, hvor den risikjusterte kontantstrømmen for fremtiden kan predikeres med relativt høy reliabilitet (Damodaran, 2012, s. 17). Metoden er arbeidskrevende og svært sensitiv for sentrale faktorer som eksempelvis vekst, marginer og avkastningskrav. Det er derfor vanlig å avstemme resultatet med en sensitivitetsanalyse for de ulike faktorene, samt andre verdsettelsesmetoder (Kinserdal, 2017c).

3.2 Komparativ verdsettelse

I komparativ verdsettelse verdsetter en selskaper basert på markedsverdien av sammenlignbare selskaper eller eiendeler. Nøkkeltallene en finner brukes til å estimere verdien av det aktuelle selskapet eller eiendelen. Metoden tar utgangspunkt i at markedsverdien eller verdien av eiendelene til de sammenlignbare selskapene i gjennomsnitt er korrekt, men at markedet gjør feil ved verdsettelsen. Når en analyserer nøkkeltallene vil en kunne identifisere disse feilene, og kunne argumentere for at markedsverdien er over- eller underpriset (Damodaran, 2012, s. 19-20). I den komparative verdsettelsen skiller man mellom direkte og indirekte komparativ verdsettelse, henholdsvis multiplikatormodellen og substansverdimetoden.

Multiplikatormodellen estimerer verdien på selskapet en ønsker å verdsette basert på den relative prisingen av andre selskaper. Den relative prisingen av andre selskaper kommer en frem til ved å se på forholdstallet (multippelen) mellom deres markedsverdi og relevante nøkkeltall. Multippelen en kommer frem til multipliserer en med det samme nøkkeltallet for bedriften en ønsker å verdsette for å komme frem til verdiestimatet. Mye brukte multipler er gjerne den balanseorienterte Price/Book (P/B), samt de resultat- og kontantstrømsorienterte Price/Earnings (P/E), Enterprise Value/sales, EV/EBIT og EV/EBITDA. Multiplene er en grov estimering, og en vil ofte oppleve store avvik i verdiene. Det er derfor viktig å avgjøre

hvilke multipler en skal legge mest vekt på ut fra situasjonen og den aktuelle bransjen. Videre må en avgjøre hvor vidt verdien skal ta utgangspunkt i den nedre eller øvre delen av verdiintervallet multiplene indikerer, eller om en skal benytte en gjennomsnittsverdi (Kaldestad & Møller, 2016, s. 221-228).

Multiplikatormetoden er enkel og lite tidkrevende, og tar utgangspunkt i markedets verdsettelse av de sammenlignbare foretakene. Den kan med fordel benyttes sammen med en fundamental verdsettelse. Metoden har også klare ulemper. Sammenlignet med den fundamentale verdsettelsen har den i mindre grad kontroll på forutsetningene, herunder forhold ved selskapene en sammenligner med. Det kan også være krevende å finne sammenlignbare selskaper. Videre kan en lett misbruke metoden, ved å velge multipler eller sammenligne med selskaper som støtter ens syn (Kaldestad & Møller, 2016, s. 221-228).

Substansverdimetoden verdsetter selskapet til markedsverdien av dets eiendeler fratrukket rentebærende gjeld og skatt på salgsgevinsten. Metoden vil ofte undervurdere eiendelene. En del eiendeler vil ofte være spesialtilpasset og ha høy verdi for selskapet en ønsker å verdsette, men ha lav verdi for andre selskaper. Derav blir markedsverdien lav. Substansverdien egner seg derfor i liten grad for selskaper med mye spesialtilpasset utstyr, og selskaper med store immaterielle eiendeler. Eksempel på selskaper med store immaterielle eiendeler er konsulentselskaper. Metoden er bedre egnet for selskaper hvor eiendelens verdi er uavhengig av virksomheten eller når rentabiliteten på eiendelene er så lav at et salg kan ha høyere verdi. Eksempelvis vil metoden kunne være relevant innenfor eiendom, shipping og investering (Kaldestad & Møller, 2016, s. 241-246).

3.3 Opsjonsbasert verdsettelse

En opsjon er en rett, ikke plikt til å kunne kjøpe eller selge en eiendel, eller investere i et prosjekt til en forhåndsdefinert pris. Opsjonen gir derfor muligheter, og økt fleksibilitet. Dette vil en investor eller et selskap verdsette. I en fundamental verdsettelse undervurderes gjerne denne fleksibiliteten, særlig når det er stor usikkerhet til fremtiden. I bransjer der opsjonselementet utgjør en betydelig andel av verdiene, vil det kunne være hensiktsmessig å verdsette opsjonene separat (Kaldestad & Møller, 2016, s. 258-269). Den fundamentale verdsettelsen prognostiserer en sannsynlighetsvektet kontantstrøm, som hensyntar flere ulike scenarier for fremtiden. Dersom opsjonen er knyttet til det mest optimistiske scenariet, og

dette inntreffer vil opsjonsverdien kunne være høy. Eksempelvis kan en tenke seg en situasjon der et lakseoppdrettselskap sitter på en tillatelse til å produsere laks. Basert på dagens laksepriser og kostnader, vil det ikke være lønnsomt å investere i et oppdrettsanlegg. Imidlertid vil oppdrettsanlegget kunne bli lønnsomt i fremtiden.

3.4 Valg av verdsettelsesmetode

Hva som er den beste metoden, avhenger av blant annet tid tilgjengelig, tilgang på informasjon, krav til pålitelighet, bransje og virksomhet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 33-34). Kinserdal (2017a) tillegger også hensyn som faser i livssyklusen og hvor vidt en forutsetter fortsatt drift eller avvikling. Optimalt bør en benytte flere tilnærminger i verdivurderingen (Kaldestad & Møller, 2016, s. 33-34).

Oppdrettsbransjen, herunder SalMar har lagt bak seg en periode med kraftig vekst. Som presentert i kapittel 2.1 har veksten i antall tonn solgt laks avtatt noe siden 2005, og særlig etter 2012. Stagnasjonen begrunnes blant annet med biologiske faktorer og reguleringer av bransjen. Dette tyder på at oppdrettsbransjen nå er i en, eller er i ferd med å gå inn i en moden fase med mer moderat og stabil vekst. Lakseprisen har som nevnt hatt høy volatilitet, og bidrar til at bransjen kan kategoriseres som syklisk. Det vil innebære usikkerhet å estimere lakseprisen fremover, og denne vil ha høy påvirkning på verdsettelsen. Ettersom SalMar og de komparative selskapene alle har vært notert på Oslo Børs i en lengre periode, er det god tilgang på pålitelige historiske data. Selskapene har oversiktlig hjemmesider med relevant selskapsinformasjon. Videre ønsker jeg å ha en langsiktig tilnærming til verdierestimater ved å anslå SalMar sin underliggende verdi basert på forventet fremtidig inntjening. SalMar (2017a) har høyt fokus på etikk, samfunnsansvar og bærekraft. I tillegg besitter de en gunstig posisjon som en av verdens største lakseoppdrettselskap. Videre ser de ut til å være i en sunn bransje med gode forutsetninger for vekst. Jeg finner derfor ingen argumenter som tilsier at det kan bli aktuelt å avvikle selskapet. I denne utredningen vil jeg derfor gjennomføre en fundamental verdsettelse av SalMar gjennom bruk av EBITDA-varianten av total kapitalmetoden.

Som nevnt er fundamental verdsettelse sårbar for viktige inputs, samt at det optimale i en verdsettelse er å kombinere flere metoder. Ved bruk av komparativ metode vil jeg stå i fare for kun å få et øyeblikksbilde for verdien, noe som kan være sterkt påvirket av situasjonen,

og «humøret» i markedet. Når det gjelder multiplikatormodellen vil den kunne være godt egnet ettersom virksomhetene som skal sammenlignes har mange likhetstrekk. De produserer i all hovedsak oppdrettslaks i Norge, og står derfor ovenfor relativt like innsatsfaktorer, miljøkrav og reguleringer. Videre eier de store deler av verdikjeden selv og selger homogene produkter til i hovedsak de samme markedene. Jeg vil derfor benytte meg av relevante multipler fra komparativ metode for å supplere den fundamentale verdsettelsen før endelig verdiestimat. Multiplene jeg anvender vil jeg først begrunne og velge i kapittel 10.1, ettersom jeg da kan hensynta tilegnet kunnskap fra den strategiske analysen.

Oppsummert vil oppgavens hovedmetode være en fundamental verdsettelse supplert med komparativ verdsettelse ved bruk av relevante multipler.

4. Strategisk analyse

I dette kapitlet vil jeg øke innsikten rundt SalMars strategiske posisjon gjennom en ekstern bransjeorientert analyse og en intern ressursorientert analyse. Hovedhensikten er at forståelsen sammen med regnskapsanalysen skal legge til rette for en god prognose knyttet til SalMars fremtidige lønnsomhet. Den eksterne analysen skal bidra til økt forståelse for lønnsomhetspotensialet til bransjen. Her vil jeg benytte meg av PESTEL-rammeverket for å identifisere forhold i makroomgivelsene, samt Michael Porters fem krefter for å identifisere faktorer i konkurranseomgivelsene. I den interne analysen vil jeg belyse faktorer som kan gi SalMar konkurransefortrinn relativt til bransjen. Her tar jeg utgangspunkt i SVIMA-verktøyet, som er en metodikk for å analysere om SalMar besitter ressurser som kan gi opphav til konkurransefortrinn. For å oppsummere vil jeg bruke SWOT-verktøyet til å binde sammen funnene i den strategiske analysen.

Analyseverktøyene jeg har valgt å benytte har hver sine begrensninger. Ved å kombinere de valgte verktøyene vil jeg være i bedre stand til å mitigere svakhetene, da verktøyene i stor grad er komplementære.

4.1 Ekstern analyse

Den eksterne analysen fokuserer på lønnsomhetspotensialet til bransjen som helhet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 100). Michael Porters fem konkurransekrefter er et egnet rammeverk for å utforske de faktorene som påvirker lønnsomhetspotensialet i bransjen, med vekt på konkurranseomgivelsene. Imidlertid legger metodikken i liten grad vekt på makrofaktorer, som eksempelvis offentlige reguleringer (Besanko, Dranove, Shanley & Schaefer, 2007, s. 313). For å kompensere manglene ved Porters fem krefter i forhold til å forstå bransjens lønnsomhetspotensial vil jeg supplere eksternanalysen med PESTEL-rammeverket. Ettersom forhold i makroomgivelsene har påvirkning på konkurranseomgivelsene er det mest hensiktsmessig å begynne med PESTEL-analysen (Henry, 2008, s. 67).

4.1.1 PESTEL

PESTEL-rammeverket anvender jeg for å bedre forstå makroomgivelsene, herunder identifisere trender som kan påvirke oppdrettsbransjen. Faktorene er relevante for blant annet å bedre kunne predikere fremtidig laksepris, mulighet for volumvekst og prisutvikling på innsatsfaktorer.

Politiske og juridiske forhold

Politiske og juridiske forhold er i oppdrettsbransjen knyttet tett sammen. Dette er naturlig ettersom den lovgivende makten normalt ligger hos nasjonalforsamlinger og parlamenter. I alle regionene i verden som produserer laks, er oppdrettsbransjen regulert. Myndighetene utsteder tillatelser, som igjen begrenser produksjonen for det enkelte selskap og bransjen som helhet (Marine Harvest, 2017b).

I Norge legger regjeringen til grunn miljøhensyn som det viktigste kriteriet for vekst i næringen. Andre hensyn, herunder markedshensyn skal som hovedregel ikke tillegges vekt (Nærings- og fiskeridepartementet, 2015). Norge har et system hvor tillatelsen gjelder for et definert område, der produksjonskapasiteten blir regulert i samsvar med områdets miljømessige status. En viktig indikator er lakselus. Ved akseptabel miljøpåvirkning kan vekst skje gjennom en økning av eksisterende tillatelser eller nye tillatelser. Myndighetene kan også pålegge reduksjoner i eksisterende tillatelser dersom miljøindikatoren tilsier det (Produksjonsområdeforskriften, 2017 §3, §8 og §11). Dersom kriteriene for vekst oppfylles kan produksjonen øke med inntil 6 % annethvert år (Marine Harvest, 2017b). Reguleringen av bransjen hindrer at aktørene kan øke produksjonen svært raskt, ved å sette kortsiktig lønnsomhet foran en bærekraftig utvikling. Dette kan bidra til å redusere risikoen for langsiktige investorer, som har interesse av en bærekraftig utvikling. På den annen side dempes veksten. Eksisterende produsenter har ikke enerett på produksjonsøkningen, og må være forberedt på at noe av denne kan kapres av nye aktører.

Ettersom det aller meste av oppdrettslaks blir eksportert, er markedsadgang en risikofaktor oppdrettsnæringen står ovenfor (Nærings- og fiskeridepartementet, 2015). Et nylig eksempel er fra 7. august 2014, da Russland som følge av vestlige sanksjoner etter invasjonen i Ukraina la ned importforbud på blant annet norsk sjømat. Før dette var Russland et viktig eksportmarked for norsk sjømat. Imidlertid viste det seg at næringen klarte seg svært godt i

denne situasjonen. Robustheten mot det russiske importforbudet forklares dels med at norsk sjømat eksporteres til mange markeder, samt at vareflyten endret seg. Endringene i vareflyten innebar at land som ikke var omfattet av importforbudet opplevde økt eksport til Russland, mens norsk sjømat tok markedsandeler i andre markeder (Nissen-Meyer, 2015). Den brede eksponeringen mot mange markeder viser at næringen står relativt robust i forhold til handelsrestriksjoner i enkeltmarkeder. Særlig vil nok dette gjelde for de større aktørene i bransjen, herunder SalMar som i 2016 solgte laks direkte til over 40 nasjoner (SalMar, 2017a).

En trend internasjonalt er at selskapsbeskatningen reduseres. Skatteutvalget («Scheelutvalget») oppnevnt i 2013 anbefalte regjeringen å redusere selskapsbeskatningen til 20 % for å hindre flytting av overskudd fra Norge (NOU 2014: 13, 2013). De seneste årene er bedriftsbeskatningen i Norge redusert, fra 28 % i 2013, til 23 % i 2018. Regjeringen har tidligere anbefalt en reduksjon til 22 % innen 2018, samt at ytterligere reduksjoner skal vurderes i lys av utviklingen internasjonalt (Finansdepartementet, 2015).

Økonomiske forhold

Oppdrettsnæringen påvirkes av ulike økonomiske forhold. Laksepris er den viktigste enkeltfaktoren, men også valuta, økonomisk utvikling i eksportmarkedene og renteutvikling vurderes som sentrale faktorer for inntjeningen i bransjen.

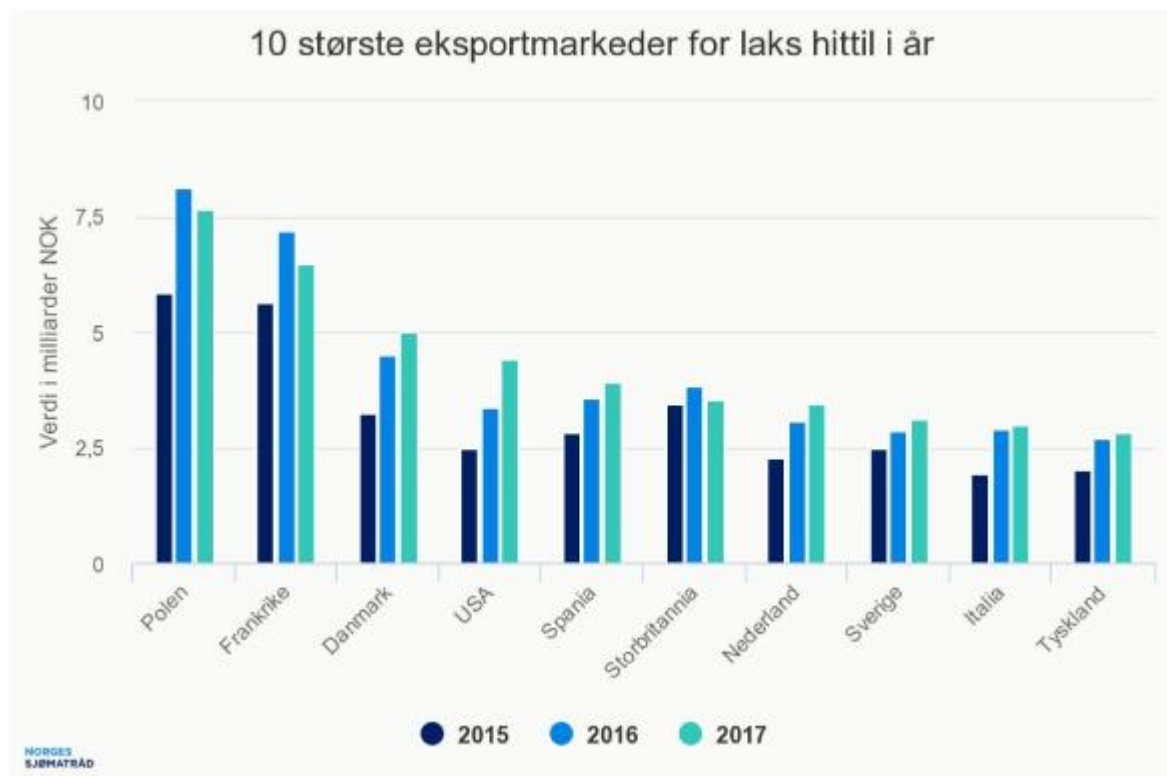
Laksepris

Lakseprisen har som beskrevet i kapittel 2.1.2 vært svært volatil, og spottpreisen kan oppleve kraftige svingninger på ukes- og månedsbasis. Dette skyldes blant annet at tilbudssiden er svært uelastisk ettersom det meste av oppdrettslaksen selges som ferskvare. Samtidig har lakseprisen steget kraftig de senere årene, et tydelig signal på at økningen i etterspørsel ikke har blitt møtt med tilsvarende tilbudsvekst. Miljømessige, geografiske, regulatoriske og biologiske faktorer gjør det utfordrende å opprettholde tilstrekkelig vekstrate i produksjonen av laks. Dette kan skape grunnlag for vedvarende høy laksepris inntil utfordringene løses gjennom teknologisk utvikling. Dersom troen på at dagens priser holder seg, vil det ikke være usannsynlig at nye oppdrettsanlegg etableres i områder hvor rammebetingelsene er mindre gunstige. Disse anleggene vil ha høyere marginal tilvirkningskost enn eksisterende anlegg, og de vil derfor være mer sårbare ved prisnedgang. Dette bidrar til en strategisk

fordel for allerede etablerte aktører, da de vil ha store deler av sin produksjon i anlegg med relativt sett gunstige rammebetingelser.

Valuta

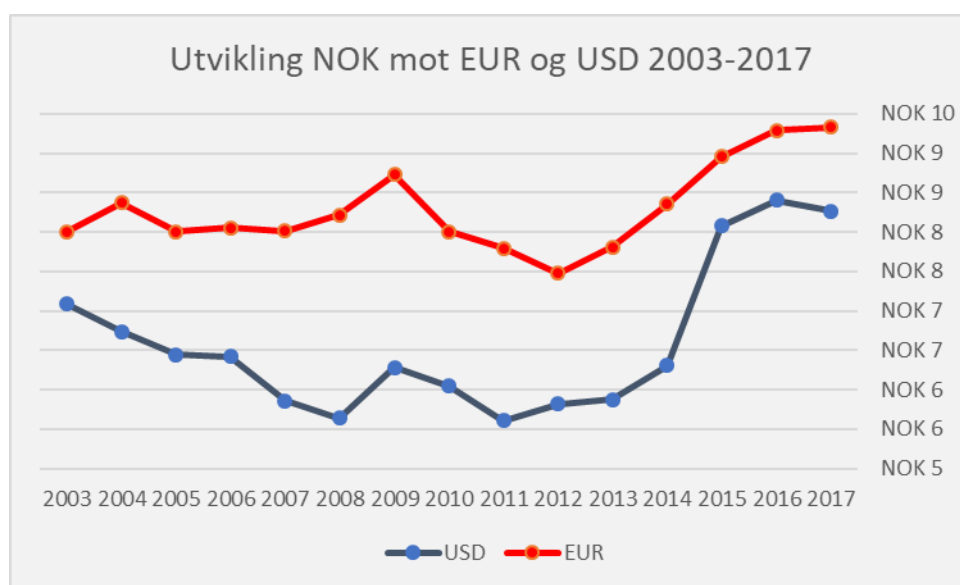
Kronekursen (NOK) påvirkes i særlig grad av BNP-utviklingen, sterkt influert av oljeprisen. I 2017 ble det eksportert 1 million tonn norsk laks til en verdi av 64,7 milliarder kroner. Herunder utgjorde EU-markedet 45,7 milliarder, ca. 70 %. Under vises de 10 største eksportmarkedene for norsk laks.



Figur 4-1 - Norges Sjømatråd (2018a)

Selv om flere av disse landene har egne lokale valuta, handles laks primært i EUR og USD. Herunder utgjør EUR 55%, USD 26% og NOK 13%. Øvrige valuta utgjør 6%. Normalt er det eksportøren som er eksponert for valutarisikoen mot valutaen det handles mot, mens kunden til slutt bærer risiko for lokale valutasingninger (Marine Harvest, 2017b). Utviklingen av EUR og USD har derfor betydning for inntjeningen til oppdrettsbransjen i Norge. Siden 2012 har NOK opplevd en kraftig svekkelse mot EUR og USD, som figur 4-2 viser. Dette har bidratt til høyere laksepris og høyere inntjening for oppdrettsbransjen. Norges Bank (2017) anslår at NOK vil styrke seg noe i årene fremover, hvilket alt annet like

vil gi lavere laksepris målt i NOK. Korrelasjonen mellom laksepris i NOK og NOK målt mot EUR og USD er forholdsvis sterk. Basert på 69 observasjoner for perioden fra januar 2012 frem til verdsettelsestidspunktet får jeg en korrelasjonskoeffisient mellom lakseprisen og utviklingen av NOK opp mot EUR og USD på henholdsvis 0,80 og 0,78. Når jeg senere i utredningen skal prognostisere fremtidig laksepris gjennom ulike scenarier vil jeg hensynte NOK som en faktor som påvirker lakseprisen og derav driftsinntektene.

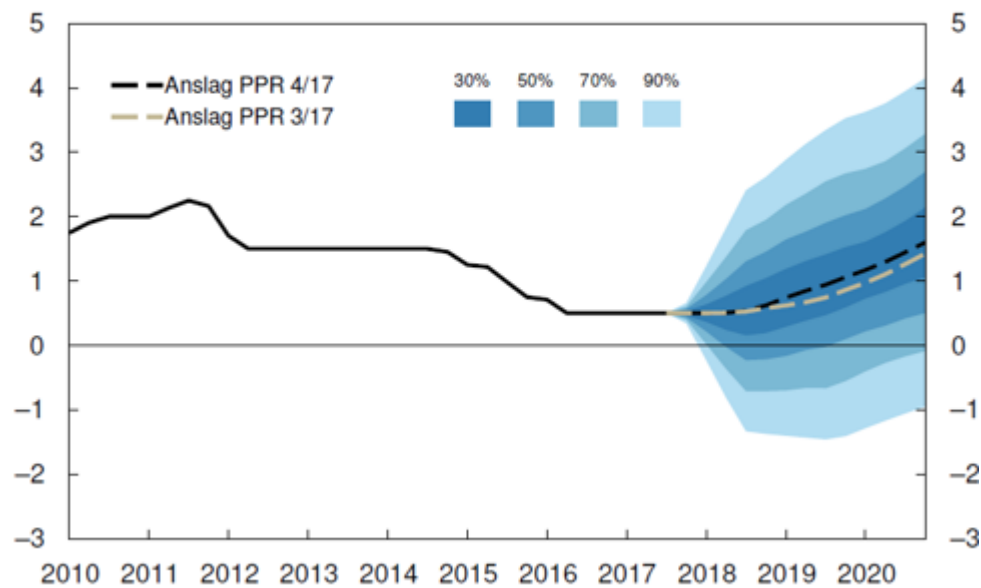


Figur 4-2 - Utvikling NOK mot EUR og USD 2003-2017 (Norges Bank, 2018).

Rente

Oppdrettsbransjen er en kapitalintensiv bransje, og låner penger i finansmarkedet eller gjennom obligasjoner. Styringsrenten har vært relativt lav etter finanskrisen i 2008. Siden mars 2016 har styringsrenten vært på rekordlave 0,5 %. Dette har bidratt til lavere finanskostnader for oppdrettsbransjen, alt annet like. Norges Bank (2017) sin prognose anslår en styringsrente på 1,5 % i 2020, med sannsynlighetsfordeling som vist i diagrammet under.

Figur 1.1a Styringsrenten med usikkerhetsvifte¹⁾. Prosent.
1. kv. 2010 – 4. kv. 2020²⁾



Figur 4-3 - Norges Bank sitt anslag for utvikling av styringsrenten fremover (Norges Bank, 2017).

Sosiokulturelle forhold

Sosiokulturelle faktorer omfatter kulturelle endringer og demografiske faktorer (Henry, 2008, s. 56-57). Befolkningsøkningen i verden er høy, hvor det anslås en vekst i verdens befolkning på ca. 20 % i perioden 2010-2030. Videre preges utviklingen av høy velstandsutvikling, særlig i de mest folkerike landene, herunder Kina og India (Verdensbanken, 2013, s. 44). Marine Harvest (2017b) peker på at fremveksten av en stadig mer kjøpsterk middelklasse vil være en vekstdriver fremover, ettersom laksen er et produkt med høy kvalitet. Herunder pekes det på at sjømat gjerne er et produkt som trekkes frem av helsemyndigheter, samt fremstilles ressurseffektivt og miljøvennlig. Velstandsveksten bidrar til en forventet økning i gjennomsnittlig fiskekonsum globalt per menneske fra 17,2 kilogram i 2010 til 18,2 kilogram i 2030, det vil si ca. 6 %. (Verdensbanken, 2013, s. 44). Dersom anslagene for befolkningsvekst og økt matkonsum slår til tilsier det en etterspørselsvekst i 2010-2030 på 27 %. Det innebærer en gjennomsnittlig årlig vekst på relativt beskjedne 1,2 %.

Samtidig anslår Verdensbanken (2013, s. 39-40) en total økning i verdens sjømatproduksjon på 21 % i perioden 2011-2030. Dette bidrar i så fall til en situasjon hvor etterspørselsveksten er høyere enn tilbudsveksten. Alt annet like vil dette bidra til å øke prisen på sjømat. Videre

anslår Verdensbanken (2013, s. 39-40) at produksjonen fra tradisjonelt havfiske er nær en kapasitetsgrense, og derfor vil oppleve tilnærmet null-vekst mot 2030. Det er derfor oppdrettsnæringen som vil stå for produksjonsveksten fra sjømat, hvor det anslås en økning på 47 %, fra 63,6 millioner tonn i 2011 til 93,6 millioner tonn i 2030. Det innebærer en årlig gjennomsnittlig produksjonsvekst på 2,2 %. Med denne prognosen vil produksjonen fra oppdrett i 2030 være like stor som produksjonen fra tradisjonelt havfiske. Produksjonen av oppdrettslaks forventes å øke mer enn gjennomsnittet, med et anslag på 50-60 % (Verdensbanken, 2013, s.41). Samtidig forventes realvekst i prisen på laks på 5-10 % (Verdensbanken, 2013, s. 47). Prognosen for realvekst i lakseprisen tar utgangspunkt i 2010, hvor lakseprisen var rundt 40 % lavere enn i 2017. Fremskrives lakseprisen i 2010 til 2030 med 7 % realvekst og 2 % årlig inflasjon gir det en forventet laksepris i 2030 på 55 – 60 kroner per kilogram.

Oppsummert tilsier de sosiokulturelle forholdene vekst i etterspørselen etter sjømat, herunder laks. Dersom forutsetningen om at produksjonsveksten må komme fra oppdrett holder, danner det grunnlag for relativt høy vekst fremover.

Teknologiske forhold

Den største utfordringen oppdrettsnæringen står ovenfor med hensyn til å møte veksten i den globale etterspørselen etter laks er i hovedsak knyttet til biologiske utfordringer. Særlig knytter dette seg til lakselus og rømming. Vekst krever derfor investeringer innenfor forskning og utvikling. Ettersom næringsaktører veier potensiell avkastning mot risiko, er det vesentlig at rammebetingelsene og forutsetningene for vekst er forutsigbare (Nærings- og fiskeridepartementet, 2015).

Norske myndigheter vektlegger miljøhensyn tyngst når nye tillatelser skal deles ut. Ny teknologi kan redusere det biologiske fotavtrykket, eksempelvis gjennom mer effektiv og skånsom bekjempelse av lakselus og redusert sannsynlighet for rømming. Dette kan legge til rette for produksjonsvekst, både i form av nye tillatelser, samt vekst i eksisterende anlegg som følge av at tap av bestand reduseres og mulighet for økt grense for maksimal tillat biomasse i anleggene.

For å stimulere til teknologisk utvikling tildeler Fiskeridirektoratet utviklingstillatelser for oppdrett. Her kan oppdretteren teste ny teknologi med fullskala testing, forutsatt at teknologien som utvikles kommer hele næringen til gode. Dersom prosjektet lykkes kan

utviklingstillatelsen gjøres om til en permanent tillatelse (Fiskeridirektoratet, 2017a). Sterke insentiver til forskning og utvikling av ny teknologi øker sannsynligheten for at næringen lykkes med å flytte de biologiske barrierene.

Utviklingen av landbasert oppdrett er også en faktor som kan bidra til økt tilbud av laks. Som beskrevet i kapittel 2.1.3 kan dette foregå ved at hele eller større deler av produksjonen foregår på land. Kapittel 2.1.3 viser også til at landbaserte oppdrettsanlegg hittil ikke har vært kommersielle suksesser. Imidlertid er det potensial for at mange av utfordringene kan mitigeres gjennom teknologisk utvikling. Et sentralt spørsmål er om landbaserte anlegg kan konkurrere kostnadsmessig mot sjøbaserte anlegg, eller om sjøbaserte anlegg vil ha et varig fortrinn. Dersom tilvirkningskostnaden i de landbaserte oppdrettsanleggene er høyere enn de sjøbaserte vil aktører med høy andel sjøbasert oppdrett kunne sette ned prisene og dermed skvise ut de landbaserte aktørene dersom dette er lønnsomt. Alternativt vil landbaserte oppdrettsanlegg kunne balansere tilbud og etterspørsel slik at den langsiktige likevektsprisen blir lik marginal tilvirkningskostnad i landbasert oppdrett. Dersom tilvirkningskostnadene i de landbaserte oppdrettsanleggene blir lavere eller lik som for sjøbasert oppdrett vil det kunne utgjøre en betydelig trussel for lønnsomheten i næringen, særlig dersom markedet slippes fritt ved at de landbaserte anleggene ikke er myndighetsregulert.

Utviklingstillatelser, forutsigbare rammebetingelser, samt et tydelig standpunkt om at miljøhensyn veier tyngst gir oppdrettsnæringen sterke incentiver til investeringer i ny teknologi.

Miljømessige forhold

Lakselus og rømming er de to største miljøutfordringene for oppdrettsnæringen, og demper videre vekst. Særlig er problemet knyttet til lakselus, som er den viktigste indikatoren myndighetene bruker når de vurderer om de skal tillate vekst eller fremtvinge reduksjon i aktuelle områder. Det forskes på flere metoder, blant annet arbeides det med å utvikle vaksine mot lakselus (Havforskningsinstituttet, 2017). SalMar (2017b) er av den oppfatning at det ikke finnes en enkelt løsning på problematikken, men at løsningen vil bestå av en kombinasjon av ulike tiltak.

Rømming er også problematisk. Rømt oppdrettslaks kan være smittebærende, og utgjør derfor en risiko for villfisk, samt oppdrettslaks i andre anlegg (Havforskningsinstituttet, 2017). Videre utgjør også rømmingen en risiko for genmaterialet til villaks i elver, ved at

den rømte oppdrettslaksen gyter med villaksen. Det er naturligvis også knyttet økonomiske tap ved rømt laks, herunder tapt biomasse, fangst og omdømmekostnader. Vanlige årsaker til rømming er teknisk svikt og menneskelige feil. En rekke tiltak er implementert, og en opplever kraftig nedgang i antall rømte laks (Laksefakta, 2016).

Oppsummert står næringen ovenfor store miljømessige utfordringer, hvor reduksjon av de negative miljøkonsekvensene er en avgjørende faktor for fremtidig produksjonsvekst.

Oppsummering PESTEL-analyse

PESTEL-analysen viser hvilke forhold i omgivelsene som har innvirkning på bransjen. På tilbudssiden setter reguleringen av bransjen rammer for hvor raskt den kan vokse, herunder begrensninger på arealer som kan brukes og maksimal tillat biomasse i de ulike anleggene. Særlig er status på de biologiske utfordringene viktig for om myndighetene tillater produksjonsvekst. Det er derfor vesentlig at bransjen fokuserer på, og utvikler teknologi og metoder for å mitigere problemene. Tilbudssiden er også påvirket av teknologisk utvikling knyttet til landbasert oppdrett. Dersom landbasert oppdrett lykkes med å redusere produksjonskostnadene vil det kunne utgjøre en trussel mot dagens høye lønnsomhet på sikt. Det er av Verdensbanken anslått en tilbudsvekst fra oppdrett av laks på 50-60 % i perioden 2011-2030, noe som utgjør en årlig gjennomsnittlig vekst på rundt 2,5 %.

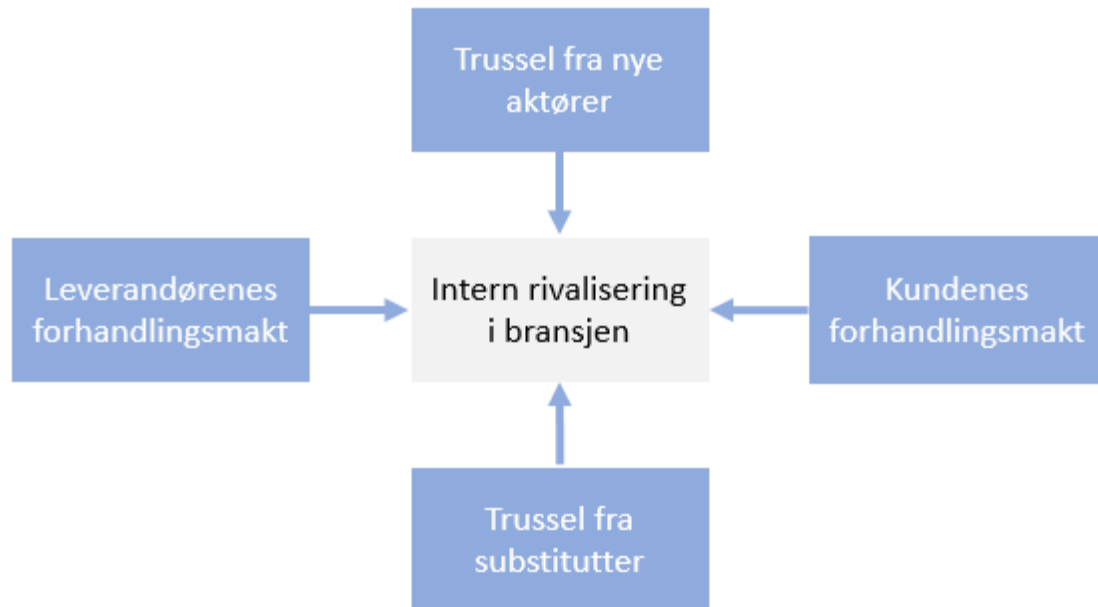
På etterspørselssiden er det vesentlig for lakseprisen at etterspørselsveksten vedvarer. Det er sterke indikasjoner på at etterspørselsveksten fremover vil være høy, særlig grunnet kombinasjonen av befolkningsvekst og en sterkt voksende middelklasse.

Bransjen er i dag i en situasjon hvor mange av faktorene som påvirker lønnsomheten må kunne hevdes å være gunstige når en legger til grunn historikk. Høy laksepris, lav rente, reduksjon i selskapsskatt og svak kronekurs har bidratt til høy lønnsomhet de senere årene. Forventninger om høyere rente og en sterkere kronekurs utgjør en trussel for lønnsomheten fremover.

4.1.2 Porter

Michael Porters rammeverk tar for seg ulike faktorer som påvirker konkurranseomgivelsene i en bransje. De fem konkurransekraftene omfatter trussel fra nye aktører, substitutter og komplementære produkter, leverandørmakt, kundemakt og intern rivalisering. I modellen er

intern rivalisering i sentrum ettersom den påvirkes av samtlige av de andre faktorene. Selv om alle aktørene i oppdrettsbransjen er unike, vil det være felles krefter i bransjen som påvirker aktørenes lønnsomhet (Henry, 2008, s. 69).



Figur 4-4 - Michael Porters 5 konkurransekrefter

Et sentralt spørsmål for hver av kreftene er om de er sterke nok til å redusere eller eliminere bransjens lønnsomhet (Besanko et al., 2007, s. 313). Er kraften sterk øker konkurransen i bransjen, som fører til redusert lønnsomhet. Motsatt, er kraften svak reduseres konkurransen noe som bidrar til økt lønnsomhet. For hver av kreftene vil jeg konkludere med om kraften vurderes som svak, middels eller sterk. Med middels menes her at kraften ikke trekker i en klar retning. Avslutningsvis vil de fem konkurransekreftene oppsummeres i en tabell, med en helhetsvurdering. Det er helhetsvurderingen, altså summen av de ulike kreftene som til slutt vil avgjøre potensialet for lønnsomhet i bransjen (Henry, 2008, s. 69).

Trussel fra nye aktører

Trussel fra nye aktører kan vurderes ut ifra hvor høye inngangsbarrierer det er i bransjen. Høye inngangsbarrierer vil motvirke nyetableringer, og dermed redusere konkurransekraften i bransjen (Henry, 2008, s. 71). Vanlige faktorer som påvirker inngangsbarrierer er høye investeringskostnader, offentlige reguleringer, tilgang til teknologi, råvarer, arealer og

distribusjonskanaler, merkevarelojalitet og eksisterende aktørers evne til å presse ut nye aktører (Besanko et al., 2007, s. 313).

Ettersom effektivt lakseoppdrett med dagens teknologi setter bestemte krav til sjøtemperatur og skjerming av oppdrettsanleggene er det begrensede arealer tilgjengelig for lakseoppdrett globalt. Veksten påvirkes også av offentlige reguleringer, ved at samtlige områder hvor det i dag drives lakseoppdrett er regulert ved at en må ha tillatelse for å etablere nye oppdrettsanlegg. Det er stor etterspørsel etter tillatelser, noe som bidrar til høye barrierer. Imidlertid er ikke myndighetenes rolle å regulere produksjonen for å maksimere oppdrettsselskapenes profitt. Hensikten med reguleringene er å ivareta en bærekraftig utvikling, og redusere negative miljøpåvirkninger av oppdrett. Med den høye lønnsomheten som er i bransjen i dag, må en kunne forvente at nye produsentland og aktører med nye oppdrettsmetoder etablerer seg, herunder landbasert oppdrett. Imidlertid kan den marginale tilvirkningskostnaden for laks for de nye aktørene være høyere enn eksisterende produksjon da en kan anta at de mest gunstige områdene og produksjonsmetodene allerede er fullt utnyttet. Dette kan gi dagens aktører et fortrinn ved at de kan drive lønnsomt i en situasjon hvor de nye aktørene taper penger. Etablerte aktører kan utnytte denne fordelene ved å presse ned prisene i en periode slik at nye aktører etter hvert trekker seg ut.

Å produsere laks krever større anlegg, med merder, fartøy og daglig tilsyn. Samtidig tar det to-tre år å produsere slakteklar laks, avhengig av om man kjøper smolt eller produserer den selv. Dette bidrar til høye investeringskostnader, og øker inngangsbarrieren.

Tilgang til teknologi i bransjen er god. I 2013 ble det i Norge samlet benyttet ca. 1,6 milliarder kroner til forskning og utvikling med relevans for havbruk. 43 % var finansiert av det offentlige (Nærings- og fiskeridepartementet, 2015). I tillegg er det lagt til rette for næringsfinansiert forskning og utvikling som kommer hele bransjen til gode. Et eksempel på næringsfinansiert forskning er et krav om at kunnskapen som erverves gjennom utviklingstillatelser skal dokumenteres og deles (Fiskeridirektoratet, 2017c). Dersom bransjen lykkes med å redusere de negative miljøpåvirkningene gjennom ny teknologi vil en kunne oppleve at myndighetene lempet på reguleringene, noe som kan gi lavere inngangsbarrierer.

Oppsummert er bransjen preget av inngangsbarrierer gjennom begrenset tilgang på arealer, strenge reguleringer og høye investeringskostnader. På den andre siden er tilgangen til

teknologi god, og nye aktører vil ha god markedsadgang ettersom laksen stort sett selges som råvare til en gitt pris.

Trusselen fra inntrengere vurderes som lav på kort sikt. På mellomlang og lang sikt kan teknologisk utvikling bidra til å lempe på reguleringene, og derav øke trusselen fra nye aktører.

Trussel fra substitutter

Trussel fra substitutter omfatter konkurranse fra tilsvarende produkter som kan dekke konsumentens behov. Dette bidrar til en maks-grense for hvilken pris produktet kan selges for, og har dermed påvirkning på lønnsomheten i bransjen (Henry, 2008, s. 75). Substitutter til laks er annen type mat, hovedsakelig andre proteinbaserte produkter som sjømat for øvrig, storfe, svin og kylling.

Pris er et viktig forhold når konsumentene avgjør hvilket produkt de skal kjøpe. Nærings- og fiskeridepartementet (2015) viser til at laks sammenlignet med andre proteinkilder er priset relativt høyt i de fleste markeder. Etter at den aktuelle stortingsmeldingen var skrevet i mars 2015, har lakseprisen økt markant relativt til storfe, svin, lam og kylling. Økningen vises i figur 2-3. Konsekvensen av prisøkningen er at substituttene har blitt mer attraktive. Samtidig viser prisøkningen at laks har en sterk posisjon og er svært etterspurt, ettersom konsumentene stadig kjøper laks til tross for den høye prisen.

Som nevnt under de sosiokulturelle faktorene i PESTEL-analysen er en av de demografiske trendene i verden en sterk fremvoksende middelklasse. Dette bidrar til at stadig flere har økonomisk valgfrihet til å kunne unne seg mer eksklusive og helsefremmende matprodukter. Helsemessig er fisk ansett som svært gunstig, hvor internasjonal forskning konkluderer med helsefremmende effekter som redusert risiko for hjerte- og karsykdommer. Derfor anbefaler helsemyndighetene økt inntak av fisk (Helsenorge, 2015). I dag er situasjonen slik at tilbudet av fisk er langt lavere enn det anbefalte konsumet (Nærings- og fiskeridepartementet, 2015). Samtidig vet vi fra analysen av de sosiokulturelle faktorene at veksten i global fiskeproduksjon primært må komme fra oppdrett, da tradisjonelt havfiske er nær grensen for hva som er mulig å fange. Dette trekker i retning av at lakseprisen kan stå godt rustet for både på kort og lengre sikt å opprettholde en fordelaktig pris opp mot substitutter.

Trusselen fra substitutter vurderes som lav på kort og lengre sikt.

Trussel fra leverandører

Når leverandørene har stor forhandlingsmakt kan de øke prisene, redusere kvalitet og servicenivå. Sterk forhandlingsmakt bidrar til redusert lønnsomhet.

Som presentert i kapittel 2.1.3 under produksjonsprosess og innsatsfaktorer er fôrkostnad den desidert største kostnadsdriveren ved oppdrett av laks. Grunnet konsolideringer, er det kun fem fôrprodusenter globalt. Ettersom Polarfeed har svært lav markedsandel, Marine Harvest har egen produksjon, samt at EWOS og BioMar er datterselskaper under Schouw er markedet for oppdrettsbransjen i prinsippet dominert av to store leverandører, hver med betydelige markedsandeler. Det innebærer at det er få leverandører relativt til antall oppdrettsselskaper, noe som øker leverandørmakten. Fôr er naturligvis helt nødvendig for å produsere oppdrettsfisk og oppdrettsbransjen har derfor ikke tilgang på substitutter.

På den andre side er det en gjensidig avhengighet ved at fôrprodusentene ikke kan selge fiskefôret til andre næringer, da produktet er spesielt utviklet for matfiskproduksjon. Muligheten for integrasjon ved at oppdrettsselskapene selv etablerer egen produksjon reduserer leverandørmakten på sikt.

Trusselen fra leverandører vurderes som moderat på kort og noe lavere på lengre sikt.

Trussel fra kunder

Når kundene har stor forhandlingsmakt kan de forhandle seg frem til lavere pris, høyere kvalitet eller andre tilleggssytelser. Sterk forhandlingsmakt bidrar derfor til redusert lønnsomhet.

Mange kunder relativt til antall leverandører bidrar til å øke leverandørmakten. Kundene som kjøper laks direkte fra produsentene omfatter mange aktører med stor geografisk spredning. En stor del av kundemassen er aktører som videreforedler laksen, da kun 10 % av fisken selges hel. Videreforedlingsindustrien er svært fragmentert og omfatter mer enn 4.000 aktører, hvor om lag halvparten har under 20 ansatte. Kun noen få av aktørene er å regne som store (Marine Harvest, 2017b).

Videre er laks i stor grad et homogent produkt, som er vanskelig å differensiere. Dette øker kundemakten gjennom lave byttekostnader, hvor en kan velge leverandør i hovedsak basert på pris. Kundene har også tilnærmet full informasjon om lakseprisen og lønnsomheten i bransjen, noe som styrker kundemakten.

Kundemakten øker normalt når kjøperen har lav lønnsomhet relativt til leverandørene. Marginene i videreforedlingsindustrien har tradisjonelt vært lave, med en EBIT mellom 2% og 5% (Marine Harvest, 2017b). Dette står i kontrast til oppdrettsselskapene, som de seneste årene har opplevd svært høy lønnsomhet. Kundene får dermed et sterkere incentiv til å forhandle på pris, da de ønsker å ta del i lønnsomheten oppdrettsselskapene opplever. På den andre side vil økt lønnsomhet i videreforedlingsindustrien sannsynligvis bidra til å øke graden av integrasjon, ved at oppdrettsselskapene øker sin egen videreforedlingsvirksomhet på bekostning av kundene.

Oppsummert er det er lite som tyder på at kundene har fått ta del i den solide lønnsomheten oppdrettsbransjen har opplevd som følge av høye laksepriser. En stor del av årsaken kan være lav kundemakt ved at de er spredt og hver for seg handler relativt små volum.

Trusselen fra kunder vurderes som lav på kort og lengre sikt.

Intern rivalisering

Intern rivalisering omfatter konkurranseintensiteten i oppdrettsbransjen. Høy konkurranseintensitet, eksempelvis gjennom aggressiv prising for å kapre markedsandeler reduserer lønnsomheten til bransjen. Som illustrert i figur 4-4 er intern rivalisering i sentrum av modellen ettersom den påvirkes av samtlige av de andre faktorene. Konkurranseintensiteten øker når: Det er få leverandører med relativt like markedsandeler, ved lav bransjevekst, høye faste kostnader, manglende produktdifferensiering og lave byttekostnader, periodisk overkapasitet og høye utgangsbarrierer (Henry, 2008, s. 76).

Oppdrettsbransjen i Norge består i dag av om lag 100 selskaper, hvor markedsandelene varierer sterkt. Tre oppdrettsselskap dominerer markedet, og står samlet for mer enn 40 % av produksjonen. Disse er henholdsvis Marine Harvest, Lerøy Seafood og SalMar. Mange aktører og ulik størrelse reduserer ifølge Henry (2008, s. 76) konkurranseintensiteten.

Videre har bransjen opplevd enorm vekst i etterspørselen etter laks over en lengre tidsperiode. Aktørene i bransjen har derfor hatt gode muligheter for vekst uten å måtte kapre markedsandeler på bekostning av konkurrenter, noe som har bidratt til å dempe konkurranseintensiteten.

Som jeg tidligere har beskrevet kan oppdrettsbransjen kategoriseres som en kapitalintensiv bransje, da oppdrett innebærer høye kostnader. Dette kan gi opphav til stordriftsfordeler, noe

som gir et incentiv til å øke kapasiteten. Det siste tiåret har oppdrettsbransjen vært preget av mange konsolideringer, noe som er forventet å vedvare (Marine Harvest, 2017a). Konsolideringene tjener som et sterkt signal om at det er stordriftsfordeler i bransjen, noe som øker rivaliseringen.

Laksen selges i hovedsak som et homogent produkt, med liten grad av produkt differensiering. Dette gir lavere byttekostnader, noe som bidrar til at konkurransen i stor grad dreier seg om pris. Kundene vil utnytte dette, noe som isolert sett øker konkurranseintensiteten.

Periodisk overkapasitet kan øke rivaliseringen da leverandørene kan bli fristet til å redusere prisen på laksen for å få solgt sin produksjon. Som beskrevet tidligere tar det 2-3 år fra en beslutter å produsere laks til den er klar for markedet. Produksjonsbeslutningen baserer seg derfor på en prognose for etterspørsel langt frem i tid, som innebærer risiko for overproduksjon. I tillegg selges laksen i hovedsak som fersk fisk og er dermed avhengig av å bli solgt kort tid etter slaktning. Volatiliteten i lakseprisen er et tydelig signal på at det er periodisk ubalanse mellom tilbud og etterspørsel, som kan bidra til å øke rivaliseringen.

Høye utgangsbarrierer kan bidra til å øke konkurranseintensiteten, da bransjeaktører i perioder med lav etterspørsel og lav lønnsomhet kan være tvunget til å fortsette produksjonen ettersom kostnadene ved å avvikle produksjonen er høye (Henry, 2008, s. 76). Utgangsbarrierene i bransjen preges blant annet av reguleringer. I en situasjon med høy etterspørsel etter laks vil det være mange søkere for hver ny tillatelse. Å sitte med en tillatelse vil i så tilfelle være gunstig. Videre er laksen som tas opp av merdene et homogent produkt, hvor det sannsynligvis er svært få forskjeller knyttet til anleggets utforming og de ansattes kompetanse. Disse forholdene trekker ned transaksjonskostnadene til en potensiell kjøper av en tillatelse med tilhørende anlegg. En vil derfor kunne anta at utgangsbarrierene er lave i en situasjon med høy forventet etterspørsel etter laks. Motsatt, vil en reduksjon av etterspørselen etter laks kunne gi store utslag på utgangsbarrierene. Oppdrettsanleggene og de ansatte er spesialisert for produksjon av oppdrettsfisk, samt at verdien av konsesjonene ventelig vil være avtakende med redusert etterspørsel. I denne sammenheng tillegges høye utgangsbarrierer i en situasjon med lav etterspørsel mest vekt, ettersom avvikling som regel kun er aktuelt i perioder med lav eller ingen lønnsomhet.

Oppsummert taler høyt antall leverandører med svært ulike markedsandeler samt høy forventet vekst for at rivaliseringen i bransjen er lav. På den andre siden bidrar høye faste kostnader, homogene produkt, lave byttekostnader, fare for periodisk overkapasitet og høye utgangsbarrierer i perioder med lav etterspørsel til høyere rivalisering. Totalt sett vurderes rivaliseringen i bransjen til å være moderat på kort og lengre sikt.

Oppsummering Porter

Konkurransesituasjonen i oppdrettsbransjen taler for en attraktiv bransje, og trusselgraden rangeres totalt som moderat på kort og lengre sikt, illustrert i tabellen under:

Faktor	Kort sikt	Lengre sikt
Trussel fra nye aktører	Lav	Lav - moderat
Trussel fra substitutter	Lav	Lav
Trussel fra leverandører	Moderat	Moderat - lav
Trussel fra kunder	Lav	Lav
Intern rivalisering	Moderat	Moderat
Helhetsvurdering	Moderat	Moderat

Tabell 4-1 - Helhetsvurdering Porters fem krefter

Helhetsvurderingen gjenspeiler ikke et snitt for hver av de ulike faktorene, men hensyntar at noen faktorer vurderes som mer sentrale enn andre, og derfor tillegges mer vekt. De mest sentrale faktorene som bidrar til økt trusselgrad er fremvekst av ny teknologi som kan bidra til kraftig økt tilbud på sikt, samt at laks er et homogent produkt som vanskelig lar seg differensiere. For øyeblikket opplever bransjen at fôrprodusentene utgjør en trussel. På lengre sikt kan denne trusselen reduseres grunnet muligheten for integrasjon. De mest fremtredende faktorene som demper trusselgraden i bransjen er etterspørselsvekst kombinert med høye inngangsbarrierer gjennom regulert produksjonsvekst. Totalt sett bidrar dette til en helhetsvurdering av at oppdrettsbransjen er en attraktiv bransje hvor trusselgraden er moderat på kort og lengre sikt.

4.1.3 Oppsummering ekstern analyse

Den eksterne analysen av makro- og konkurranseomgivelsene avtegner en bransje som har gode forutsetninger for fremtidig vekst. Reguleringer grunnet miljøhensyn, setter i utgangspunktet rammer for hvor kraftig vekst bransjen kan forvente. På sikt kan dette trues av ny teknologi som eksempelvis muliggjør landbasert oppdrett. Videre tilsier

sosiokulturelle faktorer høy etterspørselsvekst, også på lengre sikt. En må samtidig hensynta at forholdene har vært særlig gunstig de seneste årene, hvor høy etterspørselsvekst, lav rente og kronekurs har bidratt. For prognoseformål er det viktig å ikke bli «fartsblind». Svært høy lønnsomhet gir sterke incentiver til teknologiutvikling og produksjon i områder som historisk ikke har vært lønnsomme.

En kan trekke paralleller til oljeproduksjon. Høy oljepris har bidratt til at olje har blitt utvunnet i områder med relativt høye produksjonskostnader, herunder oljesand og skiferolje. Dette har bidratt til mye olje i markedet. Imidlertid har de produsentene som produserer olje med lave tilvirkningskostnader et fortrinn. Årsaken er at de kan drive lønnsomt når oljeprisen tvinger produsentene som baserer seg på mer kostnadskrevenende metoder til å stenge produksjonen. Selv om det virker sannsynlig at landbasert oppdrett vil bli aktuelt i fremtiden, kan det vise seg at tilvirkningskostnadene krever høy laksepris. Sjøbasert oppdrett kan vise seg å ha en varig fordel, som gjenspeiles i høy lønnsomhet.

4.2 Intern analyse

I den interne analysen vil jeg prøve å identifisere om SalMar har konkurransefortrinn som kan skape grunnlag for langsiktig avkastning over bransjegjennomsnittet. Jeg tar da utgangspunkt i at oppdrettsbransjen ikke er homogen, ved at bransjeaktørene skiller seg fra hverandre gjennom ulike ressurser (sterke og svake sider). De ulike ressursene kan anvendes til å skape konkurransefortrinn. For at ressursen skal gi et varig konkurransefortrinn må den være sjelden, viktig, ikke-imiterbar, mobiliserbar og approprierbar (Jakobsen & Lien, 2008, s. 74). Jeg vil videre se på utvalgte ressurser som SalMar besitter og analysere de ved hjelp av SVIMA-verktøyet.

SVIMA-verktøyet er en metodikk for å analysere om de ulike ressursene gir opphav til konkurransefortrinn. Når ressursen er *sjelden* har ikke konkurrentene tilgang på ressursen. Med *viktighet* menes at ressursen er vesentlig for bedriftens kostnader og/eller inntekter. Dersom ressursen er *ikke-imiterbar* kan ikke konkurrentene kopiere ressursen, eller substituere den i en ressurs med tilsvarende ytelse. *Mobiliserbarhet* refererer til at ressursen realiserer økonomiske verdier. Ved at ressursen er *approprierbar* menes at bedriften har lyktes i å beholde den økonomiske verdien selv (Jakobsen & Lien, 2008, s. 80-87)

Ettersom laksen i all vesentlighet selges som et homogent produkt, har produsentene i svært liten grad mulighet til å differensiere sitt produkt prismessig fra andre aktører. Konkurransefortrinn vil da gjerne knytte seg til ressurser som bidrar til lavere kostander enn bransjegjennomsnittet. Basert på årsrapportene for SalMar og de komparative selskapene i utredningen for 2016, har jeg kommet frem til to potensielle konkurransefortrinn som skiller SalMar fra bransjesnittet. Dette er slakteri- og videreforedlingsvirksomheten ved InnovaMar, samt Ocean Farming. Sistnevnte er et selskap i SalMar-konsernet, hvor målsetningen er å utvikle havbasert fiskeoppdrett.

4.2.1 InnovaMar

Slakteri- og videreforedlingsvirksomheten ved InnovaMar, er et moderne anlegg med høy kapasitet oppført i 2011 på Frøya, sentralt plassert i forhold til oppdrettsvirksomheten i Midt-Norge. Anlegget er det største slakteriet i den norske oppdrettsbransjen, med en årlig kapasitet på ca. 150.000 tonn. Dette er om lag 30 % høyere kapasitet enn nummer to på listen. Gjennom høyt slaktevolum, økt grad av automatisering og ny teknologi bidrar anlegget til reduserte enhetskostnader (SalMar, 2017a).

Sjeldenhet

InnovaMar er først og fremst en *sjelden* ressurs ved at det er det største slakteriet i den norske oppdrettsbransjen. De komparative selskapene har fordelt produksjonen på flere mindre anlegg (Norsk Fiskerinæring, 2016). Videre har anlegget kapasitet til å ta unna hele SalMar sin årlige produksjon av laks.

Viktighet

InnovaMar er *viktig* for SalMar ved at det er et av verdens mest kostnadseffektive anlegg for slakt og videreforedling av laks (SalMar, 2017b). Videre bidrar det til økt kvalitet på fisken, samt bedre arbeidsmiljø (SalMar, 2017a).

Imiterbarhet

InnovaMar er et produksjonsanlegg som andre aktører i bransjen kan imitere rent teknologisk. Etter noen år med planlegging ble anlegget besluttet i 2009, og ble ferdigstilt i 2011, til tross for forsinkelser som følge av brann (SalMar, 2017a). Dette viser at ressursen kan imiteres på relativt kort sikt. Slaktekapasiteten kan imidlertid bidra til at et tilsvarende

anlegg ikke er aktuelt for flere av de komparative selskapene. De vil i så fall måtte samarbeide, eller slakte fisk for andre selskap dersom de skal oppnå full kapasitetsutnyttelse. Investeringskostnaden kan også bidra til at det tar noe tid før andre aktører eventuelt velger å imitere. Ressursen vurderes som imiterbar, men kan vise seg å være et varig fortrinn da flere av de andre produsentene ikke nødvendigvis oppfyller forutsetningene for å oppnå full kapasitetsutnyttelse.

Mobiliserbarhet

Produksjonsanlegget er en del av en strategisk målsetning om å bearbeide en stor andel av oppdrettslaksen i Norge, da det bidrar til økt kvalitet, samt reduserte enhetskostnader (SalMar, 2017a). Kapasiteten til anlegget er høyere enn SalMar sin totale produksjon av laks. Flaskehalser, som eksempelvis lakselus bidrog til at det kun ble slaktet 95.900 tonn laks ved InnovaMar i 2016. Ustabil produksjon medfører at muligheten anlegget skaper ikke alltid er fullt utnyttet. Det kan redusere verdien av anlegget. Ressursen vurderes som mobilisert, ettersom den totalt sett bidrar til å skape økonomiske verdier.

Approprierbar

Produksjonsanlegget driftes av SalMar, og ressursen er approprierbar ved at det er nærliggende å anta at de økonomiske verdiene som skapes i form av økt kvalitet og reduserte enhetskostnader tilfaller SalMar. Det er heller ikke grunn til å anta at ressursen ville hatt høyere verdi hos andre selskaper i bransjen.

Konklusjon InnovaMar

InnovaMar bidrar til å skape økonomiske verdier for SalMar, og gir et konkurransefortrinn sammenlignet med bransjen. Ettersom ressursen er knyttet til et produksjonsanlegg som kan imiteres, konkluderer jeg med at InnovaMar er et midlertidig fortrinn.

Ressurs	Sjelden	Viktig	Ikke imiterbar	Mobilisert	Approprierbar	Utfall
InnovaMar	JA	JA	NEI	JA	JA	Midlertidig fortrinn

Tabell 4-2 - InnovaMar - midlertidig fortrinn

4.2.2 Ocean Farming

Som jeg tidligere har beskrevet er en sentral vekstutfordring i oppdrettsbransjen knyttet til miljøpåvirkning. Miljøpåvirkning er som beskrevet i PESTEL-analysen et avgjørende kriterium når norske myndigheter vurderer å utstede nye tillatelser for oppdrett. For å skape incentiver til at bransjen selv mitigerer de negative miljøpåvirkningene tildeles utviklingstillatelser. Ocean Farming AS er som nevnt et datterselskap av SalMar. Målsetningen for selskapet er å utvikle havbasert fiskeoppdrett. Gjennom prosjektet «Havmerden» har de blitt tildelt åtte utviklingstillatelser. Havmerden er et fullskala testanlegg som baserer seg på offshore-teknologi, og er verdens første oppdrettsanlegg til havs. Dersom prosjektet lykkes vil teknologien ha stort potensial for oppdrettsnæringen, samt at utviklingskonsesjonene som omfatter 6240 tonn fisk gjøres permanent. Prosjektet er nå i en operativ pilotfase, og første slakting er ventet andre halvår 2018 (SalMar, 2017c).

Sjeldenhet

Havmerden er sjelden da det er det eneste anlegget av sitt slag i drift i den norske oppdrettsbransjen, og blant de komparative selskapene. Det mest sammenlignbare utviklingsprosjektet for havbasert oppdrett drives av Nordlaks, da dette prosjektet i hovedsak deler de samme målsetningene (Nordlaks, 2018). Sistnevnte prosjekt har blitt tildelt utviklingstillatelser, men bygging av anlegget er ikke påbegynt (Pettersson, 2018).

Viktighet

Havmerden er viktig for SalMar ettersom kunnskapen kan bidra til fremtidig vekst dersom de lykkes med å utvikle havbasert oppdrett. Videre vil prosjektet, om det lykkes, gi SalMar åtte permanente tillatelser.

Imiterbarhet

Havmerden utvikles gjennom utviklingstillatelser. Et viktig premiss for utviklingstillatelser er som tidligere beskrevet at teknologien som utvikles skal komme hele bransjen til gode. Dersom prosjektet lykkes, vil trolig andre aktører i bransjen raskt imitere gjennom tilsvarende løsninger. Imidlertid vil imitering trolig ta flere år, ettersom havbasert oppdrett omfatter store anlegg som er tidkrevende og kapitalkrevende å utvikle. Ressursen er imiterbar.

Mobiliserbarhet

Lykkes SalMar med Havmerden vil den bidra til betydelige vekstmuligheter for SalMar, gjennom i hovedsak økt produksjon. Det vil skape økonomiske verdier og gjør ressursen mobiliserbar. Ettersom prosjektet fortsatt er i en utviklingsfase er det for tidlig å konkludere med om anlegget gir produktivitetstgevinster sammenlignet med ordinært oppdrett.

Approprierbarhet

Den økonomiske gevinsten dersom Havmerden lykkes vil ventelig ha like høy økonomisk verdi for andre aktører i bransjen på sikt, da det er et krav at ervervet kunnskap deles. Ettersom Havmerden ikke lenger blir unik, vil ikke SalMar kunne forvente høyere avkastning for sin Havmerd enn tilsvarende anlegg. Det trekkes i retning av at ressursen ikke er approprierbar. Dersom Havmerden lykkes vil som nevnt de åtte utviklingstillatelsene bli permanente. Det vil gi økonomisk verdi som kun kommer SalMar til gode. Imidlertid vil det forventede utfallet også måtte hensynta risikoen for at prosjektet mislykkes. Totalt sett er det uansett rimelig å anta at SalMar tok investeringsbeslutningen for Havmerden basert på at prosjektet er forventet å skape økonomisk verdi for SalMar. Ressursen karakteriseres totalt sett som approprierbar.

Konklusjon Havmerden

Havmerden forventes å skape merverdier for SalMar, noe som gir et midlertidig konkurransefortrinn.

Ressurs	Sjelden	Viktig	Ikke imiterbar	Mobilisert	Approprierbar	Utfall
Ocean Farming	JA	JA	NEI	JA	JA	Midlertidig fortrinn

Tabell 4-3 - Ocean Farming - midlertidig fortrinn

4.2.3 Oppsummering SVIMA-analyse

Ressurs	Sjelden	Viktig	Ikke imiterbar	Mobilisert	Approprierbar	Utfall
InnovaMar	JA	JA	NEI	JA	JA	Midlertidig fortrinn
Ocean Farming	JA	JA	NEI	JA	JA	Midlertidig fortrinn

Tabell 4-4 - SVIMA SalMar - midlertidig fortrinn

Gjennom SVIMA-analysen karakteriserte jeg InnovaMar som et midlertidig konkurransefortrinn, ved at det bidrar til reduserte kostnader og økt produktkvalitet. Anlegget vil på lengre sikt kunne imiteres, selv om kapasiteten på anlegget kun tilsier at det kan være aktuelt for de største oppdrettsselskapene, Lerøy og Marine Harvest. Norway Royal Salmon og Grieg Seafood vil ikke kunne utnytte kapasiteten i et slikt anlegg gjennom egen produksjon, og vil i så fall være avhengig av samarbeid med andre oppdrettsselskap.

Ocean Farming, herunder Havmerden karakteriseres også som et midlertidig konkurransefortrinn. Ettersom det er i en pilotfase, og første generasjon laks enda ikke er slaktet er det naturligvis knyttet usikkerhet til ressursen. Lykkes Havmerden vil det gi SalMar åtte tillatelser i tillegg til muligheten for vekst gjennom tildeling av ordinære tillatelser. I tillegg vil SalMar sitte med førstehåndskunnskap og sannsynligvis være i førerretet knyttet til utvikling og drift av et havbasert oppdrettsanlegg. Kunnskapen og teknologien er SalMar pålagt å dele med andre aktører i bransjen, men det vil ventelig ta noe tid før bransjen rekker å imitere et såpass stort anlegg.

4.3 Oppsummering strategisk analyse

For å oppsummere den strategiske analysen vil jeg benytte en SWOT-analyse. Den er egnet til å binde sammen funnene fra den eksterne analysen (muligheter og trusler) med funnene fra den interne (styrker og svakheter). På den måten kan jeg identifisere om SalMar sine styrker og svakheter er egnet til å håndtere trusler og utnytte muligheter de eksponeres for (Henry, 2008, s. 118).

	Styrker	Svakheter
Interne	Kostnadseffektiv slakteri og videreforedling (InnovaMar)	Identifiserte ressurser kan imiteres på sikt
	Størrelse muliggjør stordriftsfordeler	Ingen organisk fôrproduksjon
	Størrelse muliggjør tunge investeringer i forskning og utvikling.	Avhengig av å dele kunnskaper ervervet fra "Havmerden"
	Ledende innenfor havbasert oppdrett 8 utviklingstillatelser	
	Muligheter	Trusler
Eksterne	Redusert bedriftsbeskatning	Reguleringer av bransjen demper vekstpotensial
	Lav forventet rentebane	Biologi og miljøutfordringer
	Etterspørselsvekst etter sjømat og laks, befolkningsvekst og fremvoksende middelklasse	Markedsadgang grunnet handelskonflikter
	Utviklingskonsesjoner	Styrket kronekurs mot EUR og USD
	Etablere fôrproduksjon	Substitutter truer laksepris
	Høye inngangsbarrierer	Konsentrert leverandørmakt (fôrprodusenter)
	Helsemessige gevinster ved inntak av fisk	Homogent produkt, lave byttekostnader
	Lav kundemakt	Periodisk overkapasitet i tilbud av laks
	Stordriftsfordeler gir muligheter ved oppkjøp	Nye produksjonsmetoder kan øke tilbudet kraftig, herunder landbasert oppdrett
	Mange oppdrettselskaper med ulike markedsandeler reduserer intern rivalisering	

Tabell 4-5 - Oppsummering strategisk analyse - SWOT

5. Regnskapsanalyse

Regnskapsanalysen skal bidra til å avdekke og klargjøre de underliggende økonomiske forholdene i bedriften. Formålet er økt innsikt, for derigjennom å kunne utarbeide prognoser for fremtidig inntjening som grunnlag for verdsettelsen av virksomheten (Knivsflå, 2018a). Analysen bidrar til å avdekke historiske resultater, hvilke investeringer som er gjort, forpliktelser, historisk utvikling, sykler, trender og sammenhenger mellom aktiviteter og investeringer i anleggsmidler og arbeidskapital.

Før selve regnskapsanalysen vil jeg klargjøre noen praktiske valg, knyttet til analysenivå, analyseperiode, samt en begrunnelse for valg av de komparative selskapene.

Den fundamentale verdsettelsen tar utgangspunkt i verdien av virksomheten fratrukket netto finansiell gjeld. For å avdekke netto finansiell gjeld er det nødvendig å omgruppere balansen, som i rapporteringen har en annen inndeling jamfør krav til regnskapsrapportering.

Videre vil det være nødvendig å normalisere de historiske resultatene til SalMar. De rapporterte tallene gir ikke nødvendigvis et godt bilde på underliggende inntjening. Det kan skyldes poster som en forventer ikke vil gjenta seg, engangseffekter, konjunktursvingninger og andre former for syklikalitet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 61-64). Disse forholdene vil jeg justere for gjennom en normalisering av resultatregnskapet. Dette er en subjektiv øvelse, og presisjonen vil blant annet påvirkes av at jeg er en analytiker, kun med tilgang til ekstern informasjon. Ettersom fremtidsprognosen for inntjening tar utgangspunkt i det normaliserte historiske resultatet, vil det endelige verdiestimatet være sårbart for de inngangsverdiene jeg legger til grunn.

Ettersom SalMar ikke har avlagt årsrapport for 2017 ved verdsettelsestidspunktet, vil jeg benytte kvartalsrapporten for fjerde kvartal 2017. Hensikten er å ha et mest mulig oppdatert grunnlag. Kvartalsrapportene til SalMar har ikke samme detaljgrad og oppløsning som årsrapportene. De er heller ikke gjenstand for revisjon (SalMar, 2018a). Jeg vil derfor supplere den mangelfulle informasjonen i kvartalsrapportene med estimat der det er nødvendig. Estimaten vil ta utgangspunkt i de rapporterte tallene for 2016. Ulempen oppveies naturligvis av at alternativet ville vært å estimere hele 2017!

5.1 Praktiske valg

5.1.1 Valg av analysenivå

I følge Kaldestad og Møller (2016, s. 84-85) bør virksomheter som er tett driftsmessig integrert analyseres med utgangspunkt i konsernregnskapet. SalMar sin virksomhet er som presentert i kapittel 2.2 delt inn i to integrerte virksomhetsområder, oppdrett samt salg og prosessering. Disse er videre brutt ned i tre ulike segmenter som rapporterer og styres separat, henholdsvis to oppdrettssegment (Midt- og Nord-Norge) samt et for Salg og prosessering. Segmentene er tett integrerte og leverer i hovedsak tjenester innad i konsernet. Videre foreligger det sparsomt med regnskapsinformasjon for det enkelte segment. Konsekvensen er at en analyse av det enkelte segment ikke vil bli fullstendig og derfor kan bli unøyaktig ved at mangelfull informasjon kan redusere påliteligheten til verdsettelsen. Videre er det viktig at analysenivået bidrar til sammenlignbarhet mot komparative selskaper. Dette ivaretas i større grad ved bruk av konsernregnskapet, gjennom krav i form av like regnskaps- og vurderingsprinsipper (Kaldestad & Møller, 2016, s. 84-85).

Analysenivået i verdsettelsen er valgt til konsernnivå, da det synes mest hensiktsmessig ut fra segmentenes tette integrasjon og tilgjengelige informasjon.

5.1.2 Valg av analyseperiode

Porter (2008, s. 87) viser til at en av de vesentligste forholdene i en bransjeanalyse er å velge en tidsperiode for analysen som gjør en i stand til å kunne skille midlertidige eller sykliske endringer fra strukturelle endringer i aktuell bransje. Dette for å bedre forstå konkurransen og de underliggende verdidriverne.

For å fange opp syklene oppdrettsbransjen de seneste årene har blitt eksponert for definerer jeg analyseperioden fra 2012-2017. Dette er i hovedsak basert på funnene i kapittel 2.1.1 Historisk utvikling, 2.1.2 Laksepris, samt 3.4 Valg av verdsettelsesmetode. Jeg ønsker å fange opp 2012 ettersom lakseprisen var relativt lav dette året. I perioden 2013-2015 opplevde bransjen høy produktjonsvekst og en gjennomsnittlig pris på ca. 40 kr per kilo. Senere, i 2016-2017 har produksjonen avtatt mens lakseprisen har steget signifikant til et gjennomsnitt på vel 60 kr per kilo. Ved å velge en lengre analyseperiode kunne jeg fanget opp flere sykler og forhold, men ikke nødvendigvis fått grunnlag for en bedre

fremtidsprognose. Et viktig hensyn er at bransjen har hatt voldsom vekst på mange områder, og at «gammel» regnskapsinformasjon derfor har stadig lavere relevans for situasjonen i dag. Videre er det som belyst i kapittel 3.4 forhold som tyder på at bransjen er i, eller er på vei inn i en moden fase. Dette taler for en kortere analyseperiode. Analyseperioden dekker ikke en nedgangskonjunktur, ettersom bransjen har hatt nærmest sammenhengende vekst i flere tiår.

5.1.3 Valg av komparative selskaper

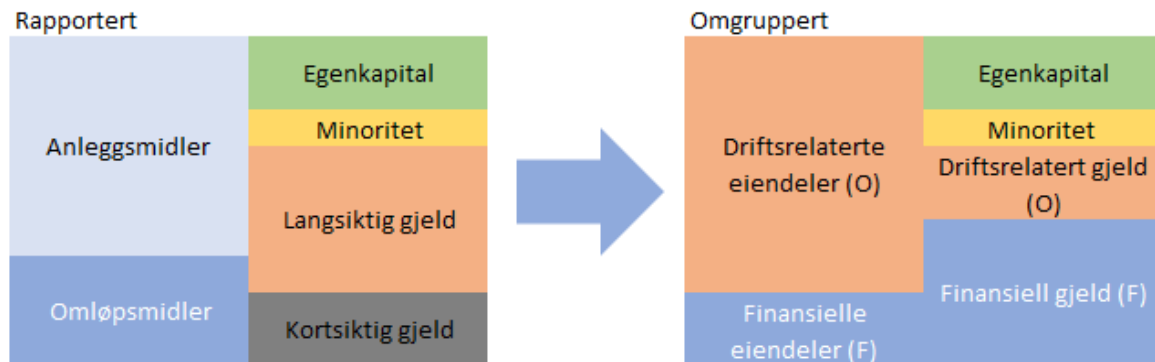
Et sentralt steg er å definere bransjen som skal analyseres for å kunne verdsette SalMar. Porter (2008, s. 91) peker på at mange gjør feil i den strategiske analysen, ved at bransjen defineres for smalt eller for bredt. Ved å definere bransjen for smalt kan en stå i fare for å overse felles faktorer som er viktige for å kunne identifisere eventuelle fortrinn for valgt selskap. Videre vil en for bred bransjedefinisjon kunne undervurdere faktorer som er relevante for konkurranse og lønnsomhet.

SalMar produserer laks, hvor produksjonen i all hovedsak foregår i Midt- og Nord-Norge (SalMar, 2017a). I tillegg til SalMar vil bransjeutvalget være Marine Harvest, Lerøy Seafood, Grieg Seafood og Norway Royal Salmon. De valgte selskapene produserer i hovedsak oppdrettslaks og selger produktet på det globale markedet. Videre er de notert på Oslo børs, og selskapsinformasjon er lett tilgjengelig. Forskjellen knytter seg primært til størrelse målt i antall tonn produsert laks. Ettersom utredningen er en strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering vil jeg når det er aktuelt sammenligne valgt bedrift med bransjegjennomsnittet. SalMar vil da inngå i bransjegjennomsnittet, jamfør Knivsflå (2018a).

5.2 Omgruppering av balansen

Ved fundamental verdsettelse kommer en frem til egenkapitalverdien ved å finne virksomhetsverdien, for så å justere denne med netto finansiell gjeld. Netto finansiell gjeld er summen av finansielle eiendeler fratrukket finansiell gjeld (Kaldestad & Møller, 2016, s. 54). Balanseoppstillingen etter IFRS kan hevdes å være kreditororientert ved at eiendelene er gruppert etter likviditet, mens gjeld er gruppert etter forfallstidspunkt, henholdsvis kortsiktig og langsiktig gjeld (Knivsflå, 2018b). Ettersom jeg i utredningen tjener rollen som investor vil jeg derfor måtte omgruppere postene i balansen. Jeg ønsker da å skille mellom poster

relatert til driften, og eiendeler som ikke er driftsrelatert (og kan selges). Illustrasjonen under viser omgrupperingen fra rapportert til omgruppert balanse, herunder skillet mellom driftsrelaterte eiendeler og gjeld (Operating assets), samt finansielle eiendeler og finansiell gjeld (Financial assets).



Figur 5-1 - Fra rapportert til omgruppert balanse for analyse (Kinserdal, 2017b)

Driftsrelaterte eiendeler

Driftsrelaterte eiendeler er eiendeler som inngår i selskapets daglige drift, og som er en del av virksomhetsverdien. Dersom eiendelene som er balanseført kan selges uten å påvirke driften, klassifiseres de som finansielle.

Immaterielle eiendeler og varige driftsmidler klassifiseres som driftsrelaterte, så fremst de ikke kan selges uten å påvirke driften. Det foreligger ikke informasjon i notene som tilsier at det finnes ubenyttede patenter, rettigheter eller andre eiendeler i de aktuelle kategoriene som kan selges. Postene under immaterielle eiendeler og varige driftsmidler defineres derfor som driftsrelaterte.

Investeringer i tilknyttede selskaper klassifiseres som driftsrelaterte. De tilknyttede selskapene er nært knyttet til driften av SalMar, og vurderes som langsiktige investeringer i deres operasjonelle aktiviteter. Ettersom eierandelen for alle de fem tilknyttede selskapene er mellom 20 og 50 prosent er de bokført i henhold til egenkapitalmetoden. Observerte markedsverdier foreligger ikke da ingen av de tilknyttede selskapene er børsnoterte (SalMar, 2017a). Ideelt burde jeg omgruppert balansen til de tilknyttede selskapene for å sortere ut finansielle eiendeler og gjeld. Dette er ofte krevende grunnet manglende informasjon, og jeg vil derfor behandle hele investeringen som en operasjonell eiendel jamfør Penman (2013,

s.296). De komparative selskapene har noe ulik praksis knyttet til regnskaps- og balanseføring av investeringer i tilknyttede selskap.

Andre kortsiktige fordringer behandles som driftsrelaterte. I denne posten inngår derivater. Derivatene er oppført under kortsiktige fordringer og bidrar til å redusere risikoen knyttet til planlegging av den operasjonelle driften. Dette anses nødvendig grunnet volatiliteten i lakseprisen. SalMar (2017a) beskriver derivatene som «for handelsformål», samt at «selskapet bruker ikke-finansielle instrumenter, herunder finansielle derivater, for spekulasjonsformål». Videre inngår realiserte Fish-Pool kontrakter i operasjonelt driftsresultat, mens urealiserte rapporteres under posten virkelig verdijustering (SalMar, 2017a).

Finansielle eiendeler

Investeringer i aksjer og andeler defineres som finansielle eiendeler, da de er tilgjengelig for salg. Det foreligger ikke informasjon som tilsier at jeg kan trekke fra salgskostninger eller likviditetsrabatt. Den balanseførte verdien er svært lav, og en justering ville derfor ikke hatt nevneverdig betydning for verdsettelsen.

Eiendeler ved pensjoner er finansielle eiendeler (Kaldestad & Møller, 2016, s. 198).

Andre fordringer under finansielle anleggsmidler klassifiseres som finansiell eiendel ettersom dette i realiteten tenderer mot utlån da forfallstiden er over ett år.

Bankinnskudd, kontanter og lignende klassifiseres som finansiell eiendel. Posten er i utgangspunktet en blanding mellom nødvendig driftslikviditet og finansielle eiendeler, hvor finansielle eiendeler omfatter overskuddslikviditet. Hvor mye som er nødvendig driftslikviditet kommer an på virksomheten, og er ikke mulig å fordele presist basert på informasjonen i notene. Et alternativ kunne vært å benytte 10 % av varelageret og kundefordringer som en proxy på hva som er driftsrelatert. SalMar plasserer posten på rentebærende innskuddskontoer med flytende rente (SalMar, 2017a). Renteinntekten vil derfor inngå i resultatregnskapet. Konsekvensen av å klassifisere hele posten som finansiell eiendel er at jeg underestimerer driftskapitalen noe. På den andre siden sikrer jeg konsistens mellom resultatregnskap og balanse, og klassifiseringen er i tråd med Knivsflå (2017c) og Penman (2010, s. 293).

Driftsrelatert gjeld

Utsatt skatt klassifiseres som driftsrelatert gjeld. Utsatt skatt er forskjellen mellom bokført verdi og skattemessig verdi multiplisert med nominell skattesats. Denne vil først komme til utbetaling dersom eiendeler selges i raskere takt enn nyinvesteringer. Selskaper som investerer jevnt eller er i vekst vil skyve den utsatte skatten foran seg i all fremtid. Som konsekvens vil nåverdien av den utsatte skatten være lik null (Kaldestad & Møller, 2016, s. 208).

Kortsiktig gjeld med unntak av gjeld til kredittinstitusjoner klassifiseres som driftsrelatert. Dette omfatter leverandørgjeld, betalbar skatt, skyldige offentlige avgifter samt annen kortsiktig gjeld. Under annen kortsiktig gjeld inngår derivater. Disse behandles som driftsrelaterte jamfør argumentasjonen knyttet til derivater under andre kortsiktige fordringer.

Finansiell gjeld

Gjeld til kredittinstitusjoner (langsiktig og kortsiktig) samt leasinggjeld og annen langsiktig gjeld er rentebærende og klassifiseres som finansiell gjeld.

Rapportert balanse for SalMar fremgår av vedlegg 1. Omgrupperingene gir følgende omgrupperte balanse for SalMar:

Omgruppert balanse SalMar						
NOK 1000	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
EIENDELER						
DRIFTSRELATERTE EIENDELER						
Konsesjoner, patenter og lignende	1 702 151	2 030 710	2 451 271	2 466 171	2 464 332	2 476 357
Goodwill	433 348	433 348	447 372	447 372	446 465	448 643
Tomter, bygninger og annen fast eiendomm	233 732	473 408	489 496	617 182	882 066	1 013 434
Maskiner, anlegg og driftsløsøre	947 824	1 248 820	1 336 126	1 554 914	1 981 840	2 277 000
Skip, transportmidler og lignende	87 247	137 096	191 953	239 863	273 616	314 366
Andre driftsmidler	-	-	-	-	-	-
Biologiske eiendeler	1 986 213	3 077 150	3 114 684	3 306 052	4 997 001	4 205 234
Andre varer	303 682	171 539	206 454	328 216	224 783	189 166
Kundefordringer	660 944	662 149	888 219	815 540	595 773	501 100
Andre kortsiktige fordringer	245 501	217 584	292 644	258 288	302 078	242 900
Investeringer i tilknyttet selskap	948 575	402 338	523 711	627 681	908 400	1 022 784
Sum driftsrelaterede eiendeler	7 549 217	8 854 142	9 941 930	10 661 279	13 076 354	12 690 984
FINANSIELLE EIENDELER						
Investeringer i aksjer og andeler	15 760	384	519	289	289	325
Pensjonsmidler	2 492	802	1 592	1 397	1 379	1 553
Andre fordringer	4 029	5 225	13 403	6 840	49 949	56 238
Bankinnskudd, kontanter og lignende	55 336	1 070 998	166 963	273 696	273 715	177 100
Sum finansielle eiendeler	77 617	1 077 409	182 477	282 222	325 332	235 216
Sum eiendeler	7 626 834	9 931 551	10 124 407	10 943 501	13 401 686	12 926 200
EGENKAPITAL						
Egenkapital	2 831 413	4 722 975	5 076 655	5 147 356	6 598 401	7 580 000
Sum egenkapital	2 831 413	4 722 975	5 076 655	5 147 356	6 598 401	7 580 000
Minoritetsinteresser	136 300	337 808	60 622	79 684	82 432	88 100
DRIFTSRELATERT GJELD						
Utsatt skatt	872 398	1 199 557	1 262 594	1 230 815	1 495 301	953 797
Leverandørgjeld	762 765	515 856	409 485	649 274	1 199 402	1 161 028
Betalbar skatt	7 008	25 843	321 839	292 320	423 223	409 682
Skyldige offentlige avgifter	43 192	93 532	143 757	153 262	189 136	183 085
Annen kortsiktig gjeld	153 514	192 557	381 226	488 996	775 621	750 805
Sum driftsrelatert gjeld	1 838 877	2 027 345	2 518 901	2 814 667	4 082 683	3 458 397
FINANSIELL GJELD						
Pensjonsforpliktelse	528	-	-	-	-	-
Langsiktig gjeld til kredittinstitusjoner	2 098 240	1 974 521	1 780 174	2 371 338	2 079 001	1 326 118
Leasinggjeld og annen langsiktig gjeld	125 188	471 716	411 388	390 035	360 556	229 985
Kortsiktig gjeld til kredittinstitusjoner	596 288	397 186	276 667	140 421	198 613	243 600
Sum finansiell gjeld	2 820 244	2 843 423	2 468 229	2 901 794	2 638 170	1 799 703
Sum egenkapital og gjeld	7 626 834	9 931 551	10 124 407	10 943 501	13 401 686	12 926 200
Netto finansiell gjeld	- 2 742 627	- 1 766 014	- 2 285 752	- 2 619 572	- 2 312 838	- 1 564 486

Tabell 5-1 - Omgruppert balanse

Tilsvarende omgruppering er gjennomført for de komparative selskapene, noe som fremgår av vedlegg 2. Dette er nødvendig for senere i utredningen å kunne sammenligne nøkkeltall for SalMar med tall fra bransjen.

5.3 Normalisering av regnskapstall

For å få en god forståelse for underliggende inntjening vil jeg normalisere de historiske resultatregnskapene, og dermed komme frem til normalisert EBITDA. Normaliseringen omfatter å justere for inntekter og kostnader som ikke trenger å medregnes for fremtiden, herunder finans- og engangsposter (Kaldestad & Møller, 2016, s. 60-65).

Annen driftsinntekt

I 2016 ble det solgt en eierandel i Frøya AS. Klassifiseres som unormal post.

Lønnskostnader

I 2014 ble det utgiftsført kostnader knyttet til oppsigelse av konsernsjef. Godgjøringen er i tråd med hovedprinsippene som også omfatter andre ledende stillinger, herunder etterlønn (SalMar, 2016). Ettersom dette gjelder flere ansatte i konsernledelsen vurderes posten som normal.

Virkelig verdijustering

SalMar rapporterer i resultatregnskapet virkelig verdijustering av biomasse, urealiserte effekter på valutaterminkontrakter knyttet til fremtidige kontraktleveranser og finansielle lakseprisderivater (Fish-Pool), samt avsetninger for tapskontrakter. Synliggjøringen av disse postene gjøres for å lettere kunne identifisere resultatet av salg i perioden (SalMar, 2017a). Verdivurderingene er estimer for fremtidige kontantstrømmer. De vil derfor lukes ut, da jeg for verdsettelsesformål ønsker å avdekke utviklingen i kontantstrømmer fra operasjonell drift jamfør Kaldestad & Møller (2016, s. 68). Videre følger begrunnelse for hver av postene under virkelig verdijustering.

Virkelig verdijustering av biomasse tar utgangspunkt i kvartalsvise forward-priser fratrukket kostpris for biomassen (SalMar, 2017a). Ettersom lakseprisen er svært volatil, vil verdijusteringen være en prediksjon som ikke er relevant for å avdekke utviklingen av kontantstrøm fra operasjonell drift. Posten klassifiseres som unormal.

Valutaterminkontrakter inngås for å redusere valutarisiko, hvor virkelig verdi beregnes med utgangspunkt i prediksjoner. Urealiserte effekter på valutaterminkontrakter klassifiseres som unormal.

Finansielle lakseprisderivater omfatter i den aktuelle posten urealiserte Fish-Pool kontrakter. Realiserte kontrakter inngår i det operasjonelle driftsresultatet. Verdien av urealiserte kontrakter er en prediksjon basert på markedsverdien til fisken på balansedagen. Urealiserte Fish-Pool kontrakter klassifiseres som unormal.

Hva som inngår i, eller er bakgrunnen til avsetninger for tapskontrakter fremkommer ikke fra årsrapportene. I 2016 økte avsetningen vesentlig, og ble reversert i 2017. Det kan tenkes å ha sammenheng med handelsrestriksjoner som konsekvens av Russlands annektering av Krim. Posten klassifiseres som unormal.

Andre driftskostnader

Det fremkommer sparsomt med informasjon i rapporteringen knyttet til andre driftskostnader, og jeg kan derfor ikke dekomponere postene for eventuelt å avdekke unormale poster. Utviklingen i andre driftskostnader har vært relativt stabil i perioden, sett opp mot utviklingen i driftsinntekter. Andre driftskostnader klassifiseres som normale.

Engangsgevinst knyttet til oppkjøp

Det er regnskapsført engangsgevinster knyttet til oppkjøp av flere virksomheter i 2012 og 2013. Posten klassifiseres som unormal for begge årene.

Særskilte biologiske hendelser

Biologiske utfordringer og kostnader som følge av utfordringene gjenspeiles i samtlige årsrapporter, og er gjennomgående blitt klassifisert som normale driftskostnader i rapporteringen. Kun ved ett tilfelle i analyseperioden, i 2012, har SalMar kostnadsført biologiske utfordringer under «særskilte biologiske hendelser». Da ble det kostnadsført 54,6 millioner kroner grunnet myndighetspålagt sanering som følge av PD-utbrudd (Pancreas Disease virus) og rømming. Grunnet ny PD-forskrift i 2012 forventet SalMar (2013) at risikoen for fremtidige PD-relaterte kostnader ville bli betydelig redusert. Tilsvarende biologiske hendelser har ikke vært rapportert som særskilte etter 2012. Ettersom utfordringene knyttet til PD-utbrudd ser ut til å ikke gjenta seg i fremtiden i tilsvarende omfang klassifiseres posten som unormal.

Justeringene gir følgende normaliserte EBITDA for SalMar:

Normalisering EBITDA						
NOK 1000	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
EBITDA	809 027	2 175 245	1 924 863	1 765 255	3 443 620	3 210 900
Annen driftsinntekt					- 26 600	
Virkelig verdijustering: Endring virkelig verdi biomasse	- 268 749	- 529 433	38 963	- 147 263	- 1 052 535	927 800
Virkelig verdijustering: Endring i avsetning tapskontrakter	1 805	1 759	30 629	91 932	315 985	- 407 600
Virkelig verdijustering: Endring i urealisert verdi Fish-Pool kontrakter	- 8 634	- 13 680	39 160	- 56 092	144 293	- 143 600
Virkelig verdijustering: Endring i urealisert verdi valutaterminkontrakter	- 14 839	13 178	123 597	71 491	- 61 698	- 6 700
Virkelig verdijustering: Annet						
Engangsgevinster	- 62 390	- 161 755				
Særskilte biologiske hendelser	54 614					
EBITDA normalisert	510 834	1 485 314	2 157 212	1 725 323	2 763 065	3 580 800

Tabell 5-2 - Normalisert EBITDA SalMar

Fullstendig normalisering for SalMar fremgår av vedlegg 3.

Inntekt fra investering i tilknyttet selskap

Som jeg argumenterte for under 5.2 Omgruppering av balansen vurderes de tilknyttede selskapene å være driftsrelaterte, da de vurderes som langsiktige investeringer i operasjonelle aktiviteter. Jeg inkluderer ikke inntekten fra investering i tilknyttet selskap i EBITDA, men i kontantstrømmen fra operasjonelle aktiviteter. Årsaken er at en klassifisering som EBIDTA-post ville blitt upraktisk for analyseformål. Driftsinntektene og driftskostnadene til de tilknyttede selskapene inngår ikke i resultatregnskapet til SalMar eller de komparative selskapene. Resultatet fra en analyse av nøkkeltall, som EBIDTA-margin, samt inntekter og kostnader per solgt volum ville da blitt misvisende.

SalMar rapporterer solgt volum inklusive sin 50 % andel av produksjonen fra Norskott Havbruk (SalMar, 2017a). I analysen av driftsinntekter og driftskostnader, samt prognosen, vil relevante nøkkeltall i stor grad knyttes mot solgt volum. Solgt volum fra tilknyttede selskap vil derfor ekskluderes for analyse og prognoseformål.

Normalisering av regnskapstall for komparative selskap

For senere i utredningen å kunne sammenligne relevante nøkkeltall med bransjen for øvrig har jeg klassifisert resultatregnskapene til de komparative selskapene lik klassifiseringene for SalMar. Dette er nødvendig for å sikre konsistens med den omgrupperte balansen. For resultatregnskapene til de komparative selskapene betyr dette i praksis at jeg har fjernet *virkelig verdijustering*, samt trukket ut solgt volum fra *investering i tilknyttet selskap*.

Videre i utredningen vil jeg benytte meg av bransjestørrelser, altså et bransjesnitt av de komparative selskapene og SalMar. Kaldestad & Møller (2016, s. 92) hevder at et ujustert gjennomsnitt er den beste løsningen om man har tilgang til bransjetall og ønsker å benytte bransjestørrelser. De komparative selskapene representerer et bredt utvalg for bransjen over en tidsperiode på seks år. Bransjesnittet vil derfor i svært begrenset grad være påvirket av enkelthendelser hos det enkelte selskap. Videre kan en normalisering av bransjen bidra til et for opportunistisk bilde av lønnsomheten. Akvakultur til sjøs, samt de biologiske forholdene bransjen er utsatt for er et risikomoment også i fremtiden. Selv om bransjen har lært av historiske uønskede enkelthendelser er det grunn til å anta at nye utfordringer vil oppstå også i fremtiden. Som konsekvens vil jeg ikke normalisere resultatene til de komparative selskapene.

6. Historisk analyse og prognose

Jeg har nå gjennomført en strategisk analyse, omgruppert balansen og normalisert resultatregnskapet. Målsetningen med dette kapittelet er å lage prognoser for utviklingen til hvert av de relevante nøkkeltall med utgangspunkt i analyser fra strategi og regnskap. For hver av nøkkeltallene vil jeg lage en prognose ut fra et *optimistisk*, et *nøytralt* og et *pessimistisk* scenario. Dette er en erkjennelse av usikkerheten i estimatene, og jeg får da et intervall for hvert av nøkkeltallene som jeg i kapittel 7 vil sette sammen i en helhetlig kontekst ut fra tre ulike framtidsscenarier. Grunnlaget for prognosene vil være kunnskapen om bransjen og SalMar, den strategiske analysen, samt regnskapsanalysen fra kapittel 5 og analyser fra dette kapittelet.

Det er god tilgang på informasjon knyttet til de relevante nøkkeltallene, samt at den strategiske analysen og regnskapsanalysen har gitt meg økt innsikt for å kunne estimere fremtidig utvikling. Videre ønsker jeg å investere tid for å komme frem til gode estimater for fremtidig inntjening da det er avgjørende for et godt verdiestimat for SalMar. Jeg vil derfor benytte meg av det Kaldestad og Møller (2016, s. 117) betegner som en bottom-up-modell for prognose. Metoden er omfattende, men gir større innsikt enn enklere modeller. Ulemper knytter seg til at den lett kan bli for detaljert, og sårbar for psykologiske bias som ofte trekker i en overoptimistisk retning. For ikke å bli for detaljert, vil jeg være varsom med å dekomponere enkeltposter, men fokusere på verdidriverne som jeg forventer vil ha størst påvirkning på den fremtidige lønnsomheten.

Postene jeg vil analysere omfatter viktige inntekts- og kostnadsdrivere som påvirker fremtidig inntjening. Inntektsdriverne jeg vil belyse er utviklingen i laksepris og volum. For kostnadsdrivere som påvirker EBITDA vil jeg skille mellom varekostnader, lønnskostnader og andre driftskostnader. Sammenhengen mellom de definerte inntekts- og kostnadsdriverne utgjør EBITDA. Jeg vil derfor gjennomføre en historisk analyse av EBITDA for å kunne nytte den som en rimelighetsvurdering av fremtidsprognosen. For å endelig estimere kontantstrømmen fra de operasjonelle aktivitetene etter skatt vil jeg også måtte gjennomføre en tilsvarende analyse for investeringer, arbeidskapital og skatt.

For å legge til rette for en god prognose vil jeg først analysere historisk utvikling og trender for de valgte faktorene. Hvert av nøkkeltallene vil jeg behandle separat i egne delkapitler, som jeg videre splitter i to deler, henholdsvis (1) historisk analyse og trend, samt (2) prognose. Hensikten er at det skal bli enklere for leseren å identifisere sammenhengen mellom historikk og prognose.

For den historiske analysen vil jeg sammenligne SalMar med tall fra de komparative selskapene. Når det er nødvendig vil jeg ved gjennomsnittsberegninger ekskludere tall fra selskaper som skiller seg kraftig ut. Eksempelvis kommer ca. 60 % av laksen Norway Royal Salmon omsetter fra andre oppdrettere. Dette medfører at selskapet har svært stor andel varekostnader sammenlignet med de andre selskapene i utvalget.

Prognoseperiode

Ved fundamental verdsettelse deler en inn prognoseperioden i en eksplisitt prognoseperiode og en periode med konstant vekst, terminalåret. Den eksplisitte prognoseperioden omfatter en detaljert kontantstrøm for hvert år. Terminalåret er den «evige» kontantstrømmen etter den eksplisitte perioden, og terminalverdien utgjør typisk mesteparten av verdien til et selskap i verdsettelsesmodellen. Lengden på den eksplisitte perioden er derfor vesentlig for endelig verdiestimat. Den eksplisitte perioden skal omfatte perioden frem til virksomheten er i «steady state» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 118). For oppdrettsbransjen har det de seneste årene, særlig fra 2012 vært en stagnasjon av veksten i produksjonsvolum. Dette taler for en kortere prognoseperiode. Imidlertid kan ny teknologi og nye reguleringer medføre store endringer for bransjen i fremtiden, noe som taler for en lengre prognoseperiode. Dagens høye lønnsomhet trekker også i retning av en lang prognoseperiode, da en i de fleste bransjer opplever en normalisering av lønnsomhet over tid.

For å hensynta ovennevnte forhold vil jeg benytte en prognoseperiode på 12 år, fra 2018-2029. I argumentasjonen vil jeg skille mellom en kort periode for de kommende 5 årene, fra 2018-2022, en mellomlang fra 2023-2029, samt terminalåret i 2029. For hver av periodene vil jeg fortsette de ulike scenariene, slik at et optimistisk scenario på kort sikt avløses av et optimistisk scenario på mellomlang sikt og i terminalåret.

6.2 Driftsinntekter

6.2.1 Historisk analyse

Driftsinntektene er ikke en ren funksjon av volum multiplisert med laksepris. For SalMar var de rapporterte driftsinntektene i analyseperioden i snitt ca. 33 % høyere enn summen av volum multiplisert med laksepris. Tilsvarende for komparativ var 78 %, og SalMar skilte seg ut med lavest forholdstall blant de komparative selskapene:

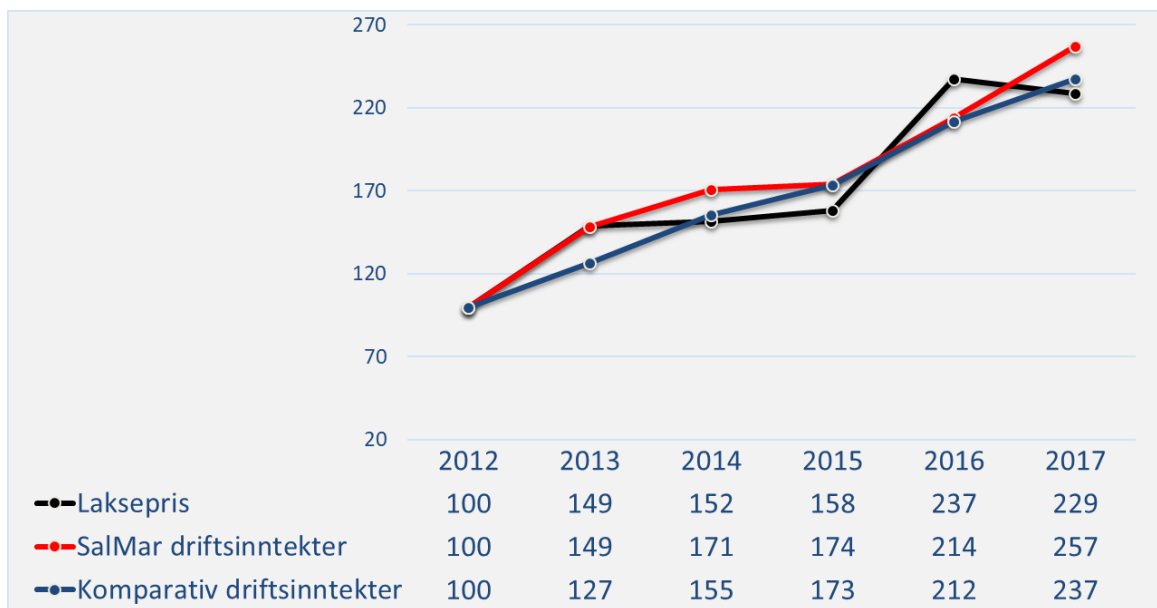
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Snitt
SalMar	1,5	1,4	1,3	1,3	1,2	1,3	1,33
Komparativ	1,9	1,7	1,7	1,9	1,7	1,8	1,78

Tabell 6-1 - Forholdstall mellom driftsinntekter, solgt volum og laksepris

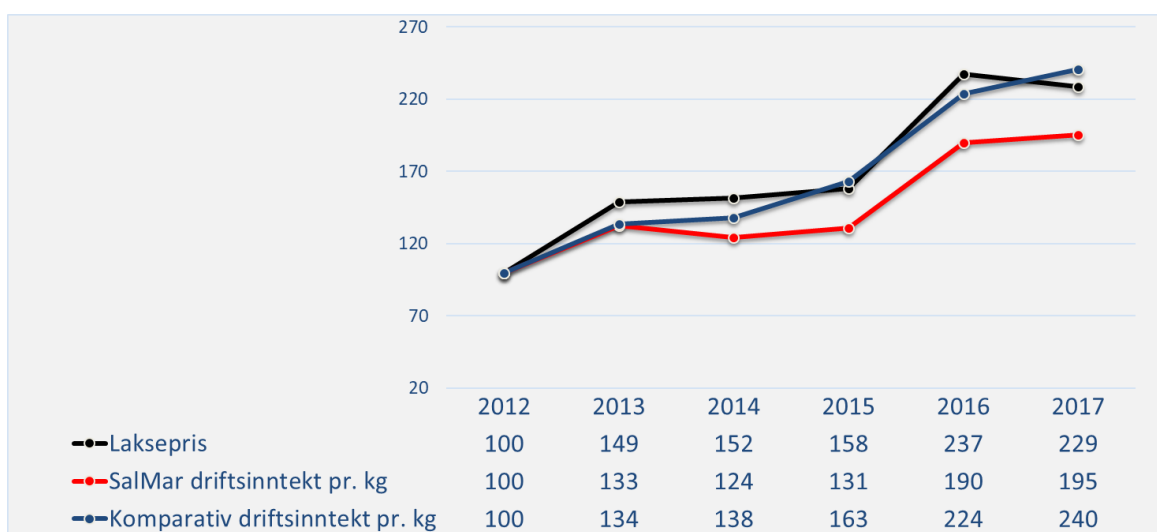
En viktig årsak er at de ulike selskapene har ulik grad av videreforedling. Eksempelvis har Lerøy med sin store videreforedlingsvirksomhet en faktor på 1,98, mens Norway Royal Salmon har en faktor på 2,73 da salgsvirksomheten omsetter vesentlig mer laks enn hva selskapet selv produserer. SalMar har relativt lav videreforedlingsvirksomhet sammenlignet med de komparative selskapene, og får derfor et lavere forholdstall. Jeg vil for prognoseformål legge til grunn en videreføring av faktoren på ca. 1,33 ved prognostisering av driftsinntekter som funksjon av laksepris og volum.

I figurene under har jeg illustrert vekst i laksepris, solgt volum og driftsinntekter mot et forholdstall, som utgjør 100 for 2012. Jeg får da frem den relative utviklingen av faktorene, noe jeg mener bedre illustrerer sammenhengene enn hva absolutte tall ville gjort.

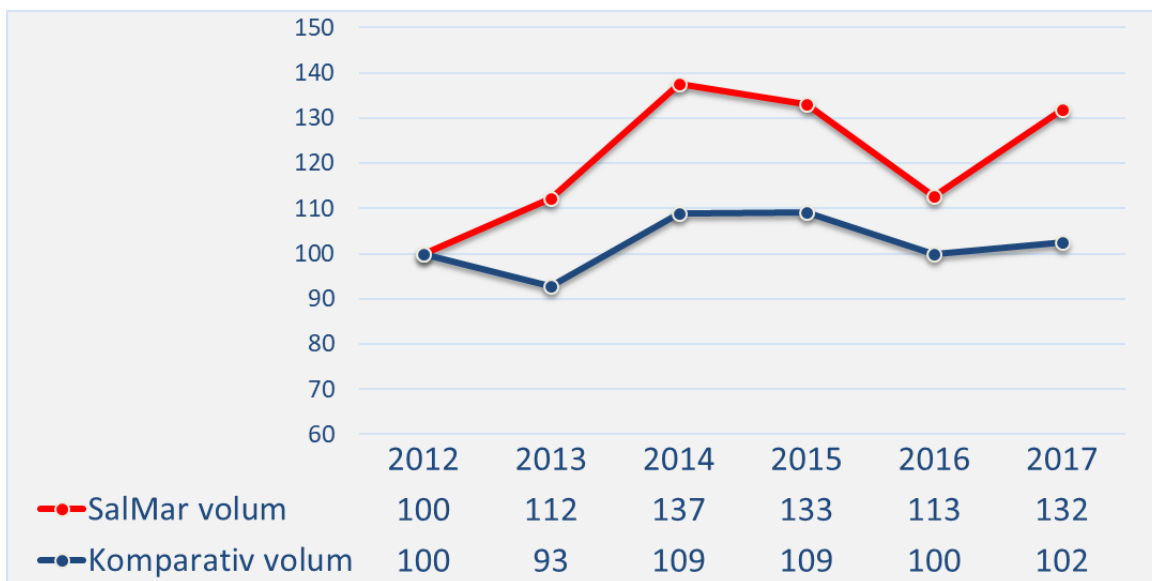
Figur 6-1 viser veksten i laksepris og totale driftsinntekter, figur 6-2 vesten i laksepris målt mot driftsinntekter pr. kg solgt laks. Figur 6-3 viser utviklingen i solgt volum:



Figur 6-1 – Relativ endring i laksepris og driftsinntekter



Figur 6-2 - Relativ endring i laksepris og driftsinntekt pr. kg solgt laks



Figur 6-3 - Relativ vekst i solgt volum

Figur 6-2 illustrerer den sterke veksten i driftsinntekter og laksepris bransjen har opplevd de seneste årene, samt den sterke korrelasjonen mellom faktorene. Volatiliteten i driftsinntektene er derfor høy. Totalt har lakseprisen økt med 229 % i perioden, mens veksten i driftsinntektene til henholdsvis de komparative selskapene (komparativ) utgjør 237 % og SalMar 257 %. Dette gir en gjennomsnittlig årlig vekst i driftsinntekter på 21 % for SalMar og 19 % for komparativ. Bakgrunnen for at veksten i driftsinntektene særlig for SalMar har vært noe høyere enn veksten i laksepris er at de har oppnådd en produksjonsvekst på ca. 32 % for perioden, mot komparativ sin marginale økning på 2 %. Gjennomsnittlig årlig produksjonsvekst for SalMar utgjør 5,7 %. Det vurderes ikke favoriserende for SalMar at jeg tar utgangspunkt i 2012. SalMar (2013) viser til en produksjonsvekst fra 2011 til 2012 på ca. 11 %, og at 2012 var et «godt år». Totalt investerte SalMar i 17 tillatelser i 2011 og 2012, og ytterligere 19 frem til og med 2017, til totalt 100 tillatelser. Den kraftige økningen i antall tillatelser har åpenbart vært en vekstdriver for SalMar, og har gitt en høy kapasitetsøkning. Med 81 tillatelser i 2014 produserte SalMar ca. 4 % mer enn i 2017, til tross for at SalMar per utgangen av 2017 har 100 tillatelser. Dette innebærer at SalMar har et stort organisk vekstpotensial innenfor eksisterende tillatelser. Dette fordrer at den vesentligste flaskehalsen, de biologiske utfordringene som særlig har påvirket 2016 og dels 2017 negativt utbedres.

Oppsummert viser analysen at driverne for vekst i driftsinntektene er laksepris og volum, samt at SalMar vil kunne øke produksjonen innenfor nåværende organiske kapasitet forutsatt at de biologiske utfordringene reduseres.

6.2.2 Prognose

Kort sikt 2018 – 2022

Etterspørselen etter laks er stigende, samtidig som oppdrettsbransjen ikke har oppnådd særlig volumvekst de seneste årene. Dette har bidratt til å drive lakseprisen til et historisk høyt nivå. Jeg vurderer det som usikkert om lakseprisen kan stige særlig høyere relativt til substitutter innenfor havbruk og landbruk på kort sikt ettersom forbrukernes byttekostnader mot andre proteinkilder er lave. Veksten i driftsinntekter de seneste 6 årene som er drevet av vekst i laksepris vurderes derfor som usannsynlig. Videre kan det vise seg at lakseprisen er robust, og lite følsom for økt tilbudsside på kort sikt. Den globale fremveksten av en stadig mer kjøpesterk og helsefokusert middelklasse kan være en driver som bidrar til høy pris. Prisen kan være truet av potensielle handelskonflikter, ettersom den politiske situasjonen er ustabil. Jeg legger også til grunn at Norges Bank (2017) forventer noe styrking av kronekursen de kommende årene mot EUR og USD, noe som vil bidra til redusert laksepris målt i Norske kroner.

Produksjonsvekst forutsetter økt kapasitetsutnyttelse i eksisterende anlegg, eller kjøp av nye tillatelser. Når det gjelder produksjonsvekst i eksisterende anlegg legger jeg til grunn at SalMar har noe uutnyttet kapasitet. Dette baseres på oppnådd produksjon i 2014, samt økning i tillatelser. Denne kapasiteten gir trolig rom for en vekst på 20-40 %. SalMar (2018a) forventer en produksjonsøkning i 2018 på ca. 15 % sammenlignet med 2017. I tillegg kan bransjen i snitt øke produksjonen med inntil 6 % annethvert år gitt at miljøindikatorne tilsier det. Sistnevnte antas ikke å ha effekt av betydning på kort sikt, ettersom oppføring av nye anlegg, og produksjon av laks har lang ledetid.

Nøytralt scenario

SalMar oppnår sin forventede produksjonsvekst på 15 % i 2018 sammenlignet med 2017. Deretter legges det til grunn en årlig vekst i solgt volum på 2 % frem til 2022. Total volumøkning for perioden blir ca. 25 %.

For lakseprisen legger jeg i perioden 2018-2020 til grunn forward-priser gjennom Fish Pool per 2. mars 2018 (Fish Pool, 2018), deretter en årlig vekst på 1 % frem til og med 2022. Reduksjonen av lakseprisen totalt for perioden blir i dette scenariet ca. 17 %. Reduksjonen kommer i hovedsak som følge av en prisreduksjon i 2020. Reduksjonen forklares med at næringen i økende grad evner å dempe de biologiske utfordringene, noe som bidrar til høy volumvekst og dermed bedre balanse mellom tilbud og etterspørsel.

Dette medfører en økning i driftsinntektene på 5 % i perioden.

Nøytral	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Laksepris	60,9	56,9	56,1	49,4	49,9	50,4
- Vekst		-7 %	-1 %	-12 %	1 %	1 %
Volum	135 200	156 000	159 120	162 302	165 548	168 859
- Vekst		15 %	2 %	2 %	2 %	2 %
Driftsinntekter (MNOK)	10 817	11 826	11 903	10 691	11 014	11 347
- Vekst		9 %	1 %	-10 %	3 %	3 %

Tabell 6-2 - Utvikling pris og volum kort sikt - nøytralt scenario

Optimistisk scenario

SalMar lykkes med en produksjonsvekst på 15 % i 2018, og oppnår deretter en jevn årlig vekst til og med 2022 på 4 %. Økningen for perioden utgjør 35 % sammenlignet med 2017.

Lakseprisen har frem til 2020 en noe lavere reduksjon enn forward-prisene. Den forventede prisreduksjonen dempes blant annet av en fremvoksende middelklasse og økt interesse for sunne proteinkilder.

Veksten i driftsinntekter er høy, og øker med 28 % i perioden.

Optimistisk	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Laksepris	60,9	59,7	62,1	57,1	57,1	57,1
- Vekst		-2 %	4 %	-8 %	0 %	0 %
Volum	135 200	156 000	162 240	168 730	175 479	182 498
- Vekst		15 %	4 %	4 %	4 %	4 %
Driftsinntekter (MNOK)	10 817	12 415	13 428	12 848	13 362	13 896
- Vekst		15 %	8 %	-4 %	4 %	4 %

Tabell 6-3 - Utvikling pris og volum kort sikt - optimistisk scenario

Pessimistisk scenario

SalMar opplever biologiske utfordringer ved sine anlegg, som resulterer i svak volumvekst for perioden. Volumet tar seg noe opp i 2018 sammenlignet med 2017, og øker deretter med 1 % årlig. Total volumøkning for perioden blir 12 %.

Lakseprisen svekkes 25 % sammenlignet med gjennomsnittlig laksepris for 2017. Kronekursen svekkes og politisk uro bidrar til handelsrestriksjoner. Produksjonsveksten i bransjen øker i en raskere takt enn etterspørselen etter laks.

Dette medfører fallende driftsinntekter, ned 15 % i perioden.

Pessimistisk	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Laksepris	60,9	55,4	54,3	47,8	46,8	45,9
- Vekst		-9 %	-2 %	-12 %	-2 %	-2 %
Volum	135 200	145 000	146 450	147 915	149 394	150 888
- Vekst		7 %	1 %	1 %	1 %	1 %
Driftsinntekter (MNOK)	10 817	10 715	10 606	9 427	9 330	9 235
- Vekst		-1 %	-1 %	-11 %	-1 %	-1 %

Tabell 6-4 - Utvikling pris og volum kort sikt - pessimistisk scenario

Mellomlang sikt 2023 – 2028

På mellomlang sikt forventer jeg at vi vil kunne se resultater av teknologiutvikling, som jeg i Porter-analysen beskrev som en potensiell trussel mot bransjen på mellomlang og lang sikt. Utviklingen av «Havmerden», og andre konsepter for oppdrett, til sjøs og på land er derfor av interesse. Dette vil på mellomlang sikt fortsatt være ny teknologi, med risiko for uforutsette produksjonsproblemer. Særlig vil innfasing av ny teknologi være aktuelt dersom lakseprisen holder seg på et høyt nivå relativt til marginal tilvirkningskost. Dersom næringen lykkes med å utvikle havbasert oppdrett eller andre produksjonsmetoder vil det kunne bidra til kraftig vekst i tilbudet av laks, noe som alt annet like taler for lavere priser. Allikevel forventer jeg at myndighetene fortsatt vil regulere produksjonen, og være varsom gjennom å ta lav biologisk risiko. Herunder vil utprøving av ny teknologi fortsatt reguleres gjennom utviklingstillatelse.

En trussel mot lakseprisen knytter seg til utvikling av landbasert oppdrett, som kan åpne for nye aktører og økt produksjon i land hvor myndighetsregulering ikke er aktuelt. Sentrale

spørsmål er tilvirkningskostnadene, samt hvor stor andel av lakseproduksjonen som kan gjennomføres på land. Dersom tilvirkningskostnadene blir lave vil nye aktører etablere seg så lenge lakseprisen er høyere enn tilvirkningskostnaden. Med dagens laksepris, og eventuelt ved en ytterligere vekst vil sannsynligheten for økt andel landbasert oppdrett øke. Et alternativ for landbasert oppdrett som jeg vurderer som sannsynlig dersom sjøarealene fortsatt er begrenset er at større deler av produksjonen skjer på land, slik at gjennomløpstiden til laksen i de sjøbaserte anleggene reduseres. Dette vil kunne bidra til produksjonsvekst, hvor eksisterende laksenæring har en fordel da de allerede har tilgang til merder i sjøen.

Videre fortsetter den globale fremveksten av en stadig mer kjøpesterk og helsefokusert middelklasse, og driver etterspørselen. Under sosiokulturelle forhold i PESTEL-analysen viste jeg til prognoser fra Verdensbanken, som forventet en etterspørselsvekst etter sjømat på 27 % i 2010-2030. Ettersom de forutsetter at fangsten fra tradisjonelt havfiske ikke kan øke, vil denne veksten måtte demmes opp av oppdrettsnæringen alene. En anslått produksjonsøkning fra oppdrett på 2,2 % årlig vil bidra til en produksjonsvekst for sjømat totalt på rundt 21 %, noe som er lavere enn forventet etterspørselsvekst. Slår prognosen til, vil etterspørselsveksten bidra til økt pris på sjømat. Herunder forventer Verdensbanken en realvekst i lakseprisene på 5-10 % fra 2010-2030. Dette tilsvarer en laksepris på rundt 55-60 NOK per kilogram i 2028, forutsatt at NOK holder seg stabil mot de store handelsvalutaene. Som beskrevet under økonomiske forhold i PESTEL-analysen anslår Norges Bank (2017) at NOK vil styrke seg noe i årene fremover, hvilket alt annet like vil gi lavere laksepris målt i NOK.

Det forventes ikke at videreforedlingsindustrien eller andre kunder som handler laks fra oppdrettsnæringen lykkes med å kapre deler av lønnsomheten i perioden. Videre er det en risiko for at det i løpet av perioden vil inntreffe forhold som medfører temporære handelsrestriksjoner mot noen av markedene, hvor risikoen er størst mot Russland og Asia/Kina. Restriksjonene forventes ikke å ha høy betydning for laksepris ettersom vareflyten gjerne endres tilsvarende tilfellet med importforbudet fra Russland, som drøftet i PESTEL-analysen.

Nøytralt scenario

SalMar lykkes med Havmerden tidlig i perioden, og de tilknyttede utviklingstillatelsene gjøres permanente. Som konsekvens blir det åpnet for nye tildelinger innenfor havbasert oppdrett, hvor SalMar kaprer noe av denne veksten. I tillegg utnytter SalMar mer av sin organiske kapasitet, ettersom de biologiske utfordringene reduseres. Dette bidrar til en årlig volumvekst i 2023-2026 på rundt 3 %, deretter 2 % i 2027 og 2028 for SalMar, tilsvarende som for bransjen. Lakseprisen øker med 1 % årlig, hvilket innebærer en svak realnedgang sammenlignet med 2022E, dels som følge av noe svakere kronekurs.

Dette gir en driftsinntektsvekst på totalt ca. 24 %.

Nøytral	2018-2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Laksepris	50,4	50,9	51,4	51,9	52,4	53,0	53,5
- Vekst	-17 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %
Volum	168 859	173 925	179 143	184 517	190 053	193 854	197 731
- Vekst	25 %	3 %	3 %	3 %	3 %	2 %	2 %
Driftsinntekter (MNOK)	11 347	11 804	12 280	12 775	13 289	13 691	14 104
- Vekst	5 %	4 %	4 %	4 %	4 %	3 %	3 %

Tabell 6-5 - Utvikling pris og volum mellomlang sikt - nøytralt scenario

Optimistisk scenario

SalMar tildeles nye tillatelser innenfor havbasert oppdrett og oppnår høyere kapasitetsutnyttelse på eksisterende anlegg. I tillegg reduseres de biologiske utfordringene i så stor grad at maksimal tillatt biomasse innenfor eksisterende tillatelser kan økes. Videre legges det til grunn at omløpstiden i de sjøbaserte anleggene reduseres noe, da en stadig større andel av produksjonen foregår i landbaserte anlegg. Dette bidrar til kraftig volumvekst på ca. 23 % i perioden.

Lakseprisen øker med 2 % årlig fra 2025 drevet av etterspørselsvekst, dels ved at prisen på landbruksprodukter øker. Dette til tross for noe svakere kronekurs.

Dette bidrar til en høy vekst i driftsinntekter på ca. 33 % totalt for perioden.

Optimistisk	2018-2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Laksepris	57,1	57,1	57,1	58,2	59,4	60,6	61,8
- Vekst	-6 %	0 %	0 %	2 %	2 %	2 %	2 %
Volum	182 498	191 623	201 204	209 252	215 530	219 840	224 237
- Vekst	35 %	5 %	5 %	4 %	3 %	2 %	2 %
Driftsinntekter (MNOK)	13 896	14 591	15 321	16 252	17 074	17 764	18 482
- Vekst	28 %	5 %	5 %	6 %	5 %	4 %	4 %

Tabell 6-6 - Utvikling pris og volum mellomlang sikt - optimistisk scenario

Pessimistisk scenario

SalMar og bransjen sliter fortsatt med biologiske utfordringer, noe som demper volumveksten til ca. 2 % årlig. Imidlertid opplever SalMar utfordringer med Havmerden, hvor utviklingstillatelsene trekkes tilbake. Denne kapasitetsreduksjonen medfører at SalMar netto ikke oppnår volumvekst i perioden. Forskningen på havbasert oppdrett fortsetter, men med andre konsepter som ikke gir resultater i perioden. Kronekursen er fortsatt lav sammenlignet med historiske forholdstall mot EUR og USD.

Prisene på landbruksprodukter og andre proteinrike kostholdskilder øker ikke. Veksten i lakseproduksjonen drives primært fra landbaserte anlegg i lavkostland, hvor også kravene til fiskehelse er lavere. Dette presser marginene til eksisterende oppdrettsnæring.

Lakseprisen holdes uendret i 2023 og 2024, for deretter å øke med 1 % frem til 2028. Driftsinntektene øker totalt med 4 % i perioden.

Pessimistisk	2018-2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Laksepris	45,9	45,9	45,9	46,4	46,8	47,3	47,8
- Vekst	-25 %	0 %	0 %	1 %	1 %	1 %	1 %
Volum	150 888	150 888	150 888	150 888	150 888	150 888	150 888
- Vekst	12 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Driftsinntekter (MNOK)	9 235	9 235	9 235	9 328	9 421	9 515	9 610
- Vekst	-15 %	0 %	0 %	1 %	1 %	1 %	1 %

Tabell 6-7 - Utvikling pris og volum mellomlang sikt - pessimistisk scenario

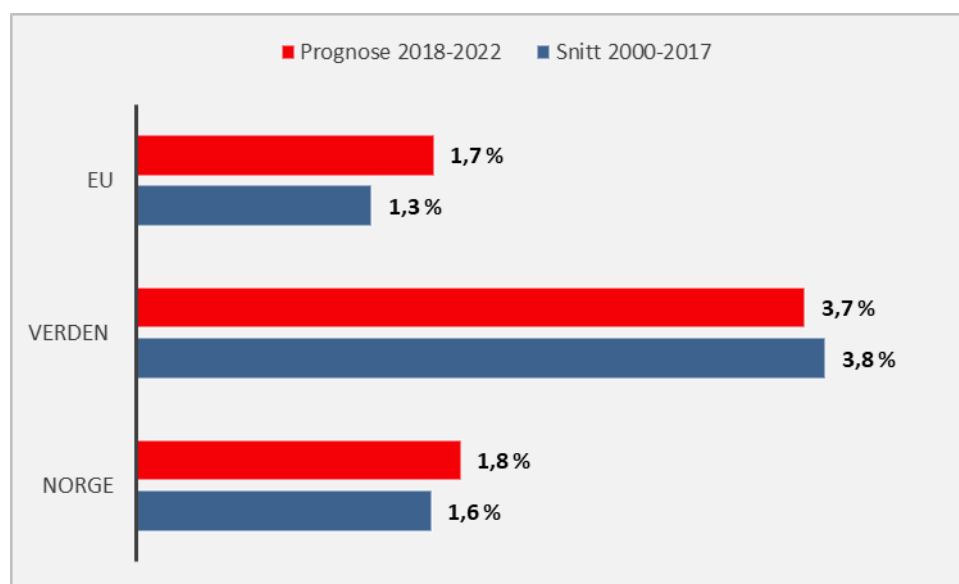
Lang sikt – terminalår (2029)

På lang sikt vil netto nåverdi av fremtidige investeringer normalt gå mot null ettersom verdien av et selskap ikke øker ved å sette i gang prosjekter som kun generer en avkastning lik avkastningskravet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 109). Investeringene vil øke

driftsinntektene og EBITDA, men den diskonterte kontantstrømmen til egenkapitalen vil normalt ikke øke som konsekvens av økte utbetalinger til investeringer. Jeg velger derfor å eliminere investeringene og tilhørende vekst fra prognosen. Prognosen vil hensynte resultatveksten fra eksisterende eiendeler i nominelle kroner (Kaldestad & Møller, 2016, s. 122).

På lang sikt kan ikke vekstraten til et selskap være høyere enn veksten i økonomien i landet (BNP) der selskapet har sin virksomhet. I så fall vil selskapet etter hvert omfatte en urealistisk stor andel av økonomien. Videre bør selskapets vekst gjerne være lavere enn BNP-veksten i landet det er lokalisert i. Normalt vil ikke veksten være høyere enn inflasjonen ettersom en forventer at nye aktører og bransjer kaprer noe av veksten i samfunnet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 122).

Figuren under viser historisk utvikling (2000-2017), samt IMF (2018) sin prognose for realvekst i BNP for henholdsvis Norge, EU og Verden:



Figur 6-4 - Historisk utvikling og prognose realvekst BNP (IMF, 2018)

Ettersom jeg for terminalåret skal estimere resultatvekst fra eksisterende eiendeler, som for SalMar i all hovedsak forventes å være i Norge, vil jeg benytte estimatene for Norge som grunnlag for langsiktig BNP-vekst. BNP-prognosen for verden og EU er viktige parametere ettersom de predikerer veksten, noe som ventelig gir effekt på etterspørselen etter laks. Ettersom inflasjonsmålet til Norges Bank (2018b) fastsatt av regjeringen nylig er redusert til

2 %, legger jeg til grunn at dette nås på lang sikt. BNP-vekst på 1,8 %, samt inflasjonen på 2 % medfører at langsiktig nominell vekst i selskapet ikke bør overstige 3,8 %.

Å predikere laksepris og volum hver for seg 12 år frem i tid vil innebære stor unøyaktighet. Teknologiutvikling og sterk etterspørselsvekst, herunder befolkningsutvikling og en forventet fremvoksende middelklasse bidrar til at jeg for alle scenariene legger til grunn at SalMar vil ha en positiv langsiktig vekstrate.

Nøytralt scenario

Oppdrettsbransjen er nå i «steady state», og jeg legger til grunn en nominell vekst for SalMar på 2,5 %, noe høyere enn inflasjonen. Bakgrunnen er at fremveksten av middelklassen globalt vil være en driver for etterspørsel etter sunn og proteinrik kost.

Nøytral	2018-2022E	2023-2028E	2029T
Driftsinntekter (MNOK)	11 347	14 104	14 457
- Vekst	5 %	24 %	2,5 %

Tabell 6-8 - Utvikling lang sikt - nøytralt scenario

Optimistisk scenario

I det optimistiske scenariet ligger den nominelle veksten for SalMar nær summen av forventet realvekst og inflasjon, på 3,5 %. Her vil det allikevel være noe rom for nye aktører. En sentral driver bak veksten er global etterspørselsvekst.

Optimistisk	2018-2022E	2023-2028E	2029T
Driftsinntekter (MNOK)	13 896	18 482	19 129
- Vekst	28 %	33 %	3,5 %

Tabell 6-9 - Utvikling lang sikt - optimistisk scenario

Pessimistisk scenario

En kan også se for seg at politisk uro demper etterspørselsveksten på lang sikt, gjennom konflikter og økt proteksjonisme. Jeg legger til grunn en langsiktig nominell vekstrate på 1,5 %.

Pessimistisk	2018-2022E	2023-2028E	2029T
Driftsinntekter (MNOK)	9 235	9 610	9 754
- Vekst	-15 %	4 %	1,5 %

Tabell 6-10 - Utvikling lang sikt - pessimistisk scenario

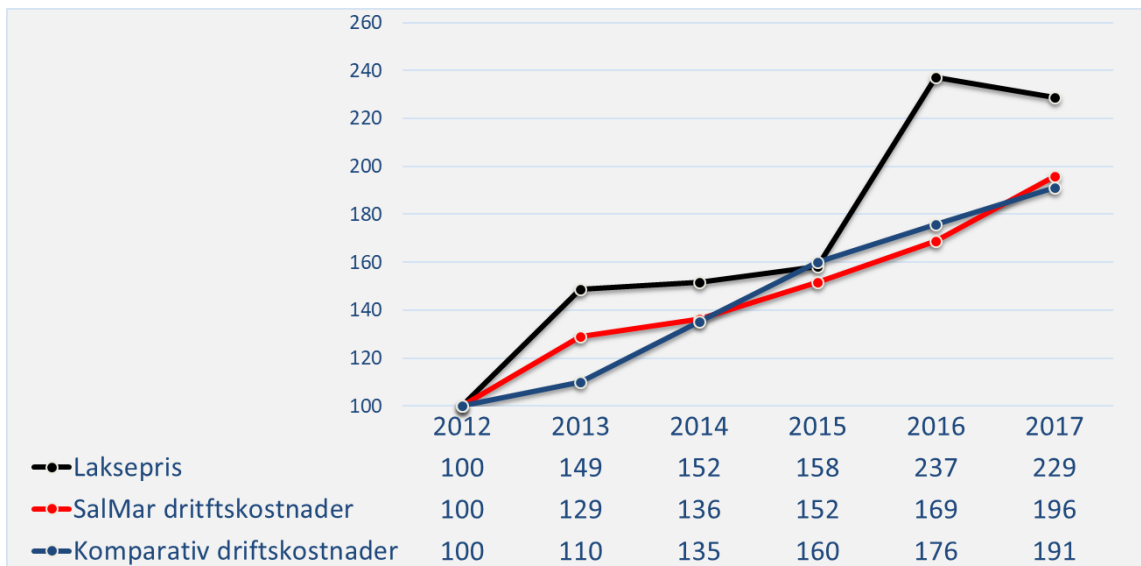
6.3 Driftskostnader

6.3.1 Historisk analyse

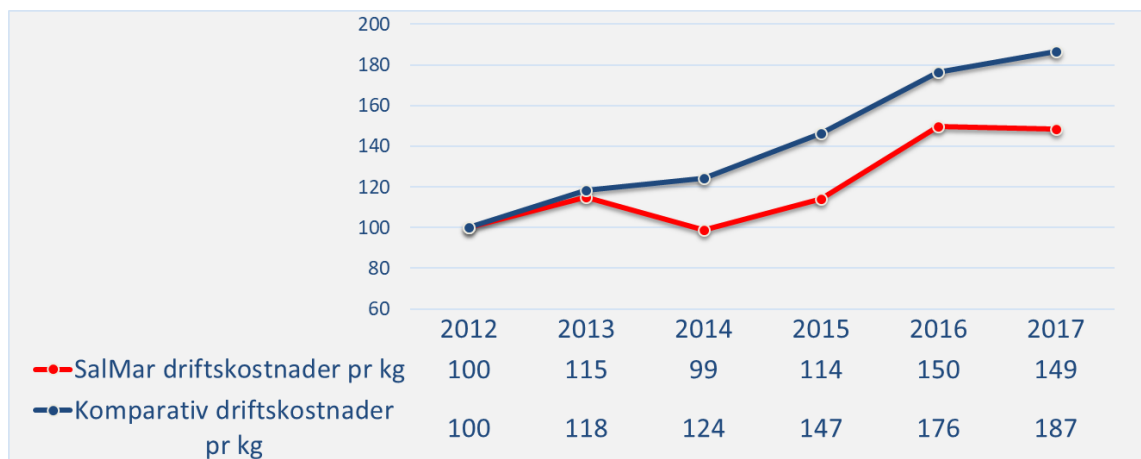
Jeg vil i denne sammenheng analysere de normaliserte driftskostnadene som inngår i EBITDA, ved hjelp av relevante nøkkeltall. Dette omfatter varekostnad, lønnskostnader og andre driftskostnader fra SalMar sitt konsernregnskap. Figur 6-5 viser utviklingen i driftskostnader som andel av driftsinntekter. Figur 6-6 viser den relative endringen i driftskostnader totalt, mens figur 6-7 viser den relative endringen i driftskostnader pr. kg produsert laks. Som under analysen av driftsinntekter fokuserer jeg også her på den relative utviklingen.



Figur 6-5 - Utvikling i driftskostnader som andel av driftsinntekter



Figur 6-6 - Relativ endring i laksepris og driftskostnader



Figur 6-7 - Relativ endring i laksepris og driftskostnader pr. kg solgt laks

Figur 6-5 viser at driftskostnadene som andel av driftsinntektene har avtatt betydelig i perioden. Dette er naturligvis drevet av kraftig vekst i driftsinntekter nærmest utelukkende grunnet vekst i laksepris, som analysen av driftsinntekter viser. Videre er SalMar sine driftskostnader per kilogram solgt laks lavere enn komparativ i hele perioden, hvor differansen har økt noe. Dette gir høyere EBITDA-margin for SalMar. En av forklaringene er at de komparative selskapene har noen interne ulikheter knyttet til verdikjeden, og særlig videreforedlingsvirksomhet. Marine Harvest og Grieg Seafood har betydelig aktivitet utenfor Norge, og vil være noe påvirket av at jeg måler driftskostnadene i norske kroner. Lerøy har betydelig videreforedlingsvirksomhet, som driver opp kostnadene. Norway Royal Salmon har jeg i denne analysen tatt ut av utvalget. Dette begrunnes med at de har svært høye

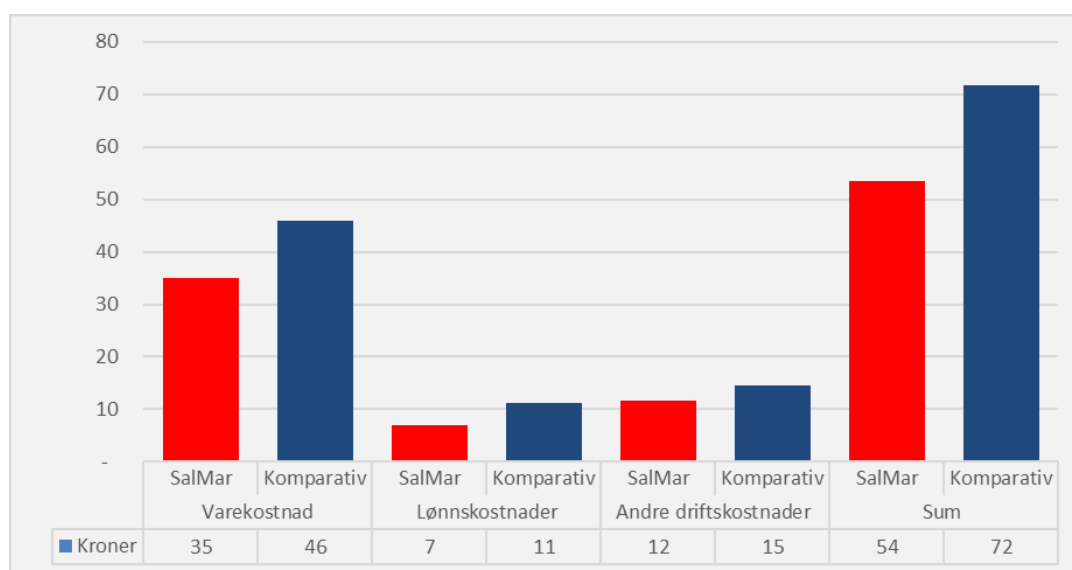
driftskostnader relativt til driftsinntekter grunnet en omfattende salgsvirksomhet som kjøper ferdig slaktet laks fra andre oppdrettere. SalMar (2017a) hevder at de har vært anerkjent som det mest kostnadseffektive børsnoterte oppdrettsselskapet. Mye tyder på at det er hold i påstanden.

Figur 6-6 viser en kraftig økning i driftskostnader i perioden som for både SalMar og komparativ nesten er doblet i 2017 sammenlignet med 2012. SalMar har opplevd noe høyere økning enn de komparative. Dette er forventet ettersom produksjonen, som analysert under driftskostnader viser, har økt med ca. 32 % for SalMar, sammenlignet med komparativ som kun har opplevd en marginal økning. Videre ser en at korrelasjonen mellom utviklingen i driftskostnader og laksepris har vært høy, med en korrelasjonskoeffisient på hele 0,94. Som Porter-analysen viser, vil den konsentrerte leverandørmakten kunne bidra til at leverandørene lykkes med å kapre noe av prisveksten. For øvrig er det naturlig å anta en sammenheng mellom bruk av ressurser på kostbart spesialfôr, og laksepris. Dette som følge av at det økonomiske tapet ved slakting som følge av sykdom, vil øke med høyere laksepris. Lønnskostnader er det også rimelig å anta at øker med økt laksepris. De ansatte har forhandlingsmakt, og vil ventelig kreve mer når marginene øker.

Når en i figur 6-7 justerer økningen for solgt volum ser en at SalMar kommer vesentlig bedre ut knyttet til utviklingen i driftskostnader. Justert for produksjonsvekst har SalMar en gjennomsnittlig årlig vekst på 8,3 %, hvorav tilsvarende for de komparative utgjør 13,3 %.

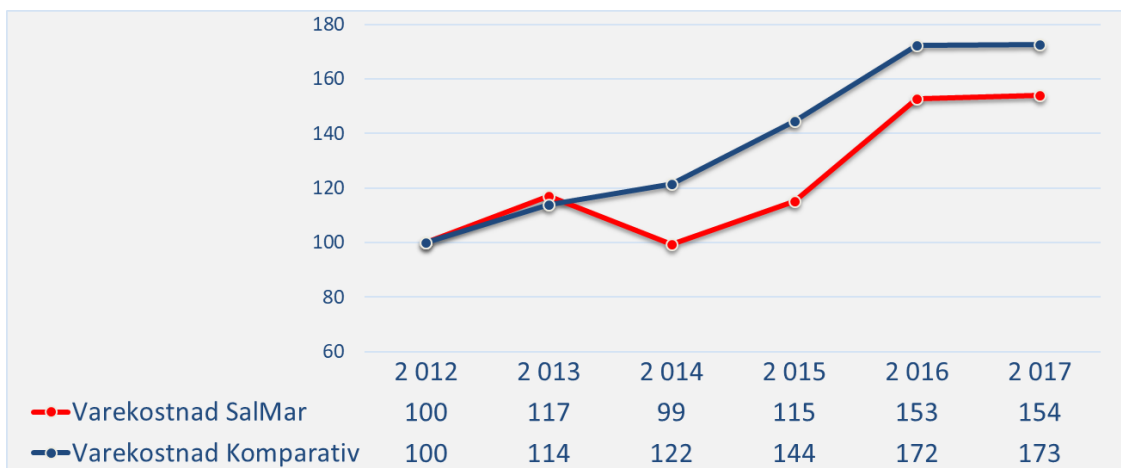
Ettersom oppdrettsbransjen har opplevd en voldsom vekst i omsetning og lønnsomhet er det å forvente at leverandører, kunder og ansatte kaprer noe av denne veksten i oppgangstider, med økte kostnader som konsekvens. Dette er naturlig ettersom de vil utnytte sin makt i forhandlinger. Dette er også noe SalMar (2017a) implisitt peker på, ved at det er krevende å få tilstrekkelig oppmerksomhet om tiltak for å dempe kostnadsveksten. Motsatt kan en forvente at kostnadsveksten gir noe handlingsrom for å redusere kostnader dersom lønnsomheten i bransjen settes under press. Et nylig eksempel på dette er innenfor oljebransjen. Etter mange år med høy oljepris, evnet produsentene raskt å kutte kostnader når oljeprisen ble kraftig svekket. Herunder presset produsentene både leverandører og ansatte til å være med på «spleiselaget».

Dekomponerer en tallene på henholdsvis varekostnad, lønnskostnader og andre driftskostnader pr. kg for 2017 ser en at SalMar har lavere kostnader på alle postene, som vist i figur 6-8. Henholdsvis utgjør varekostnader ca. 67 %, lønnskostnader ca. 15 % og andre driftskostnader ca. 18 % av de totale kostnadene for Komparativ. Kostnadssiden er naturligvis svært viktig i en bransje hvor det er vanskelig å differensiere produktet. En krone spart er en krone tjent! Som nevnt kan forskjellene dels knyttes til ulikheter mellom selskapene, herunder andelen salgs- og videreforedlingsvirksomhet. Imidlertid kan det ikke utelukkes at SalMar har mer effektiv drift, som eksempelvis InnovaMar er et eksempel på.

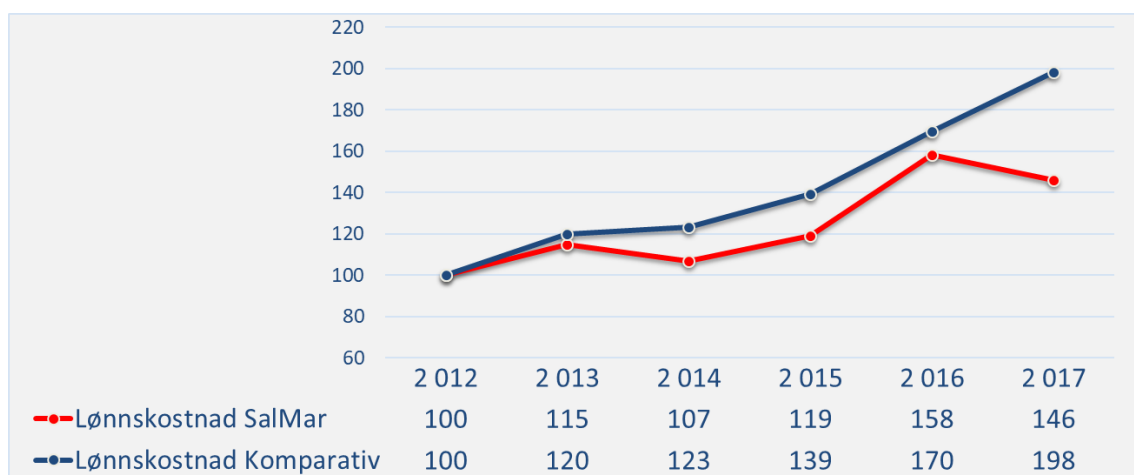


Figur 6-8 - Kostnader dekomponert absolutt

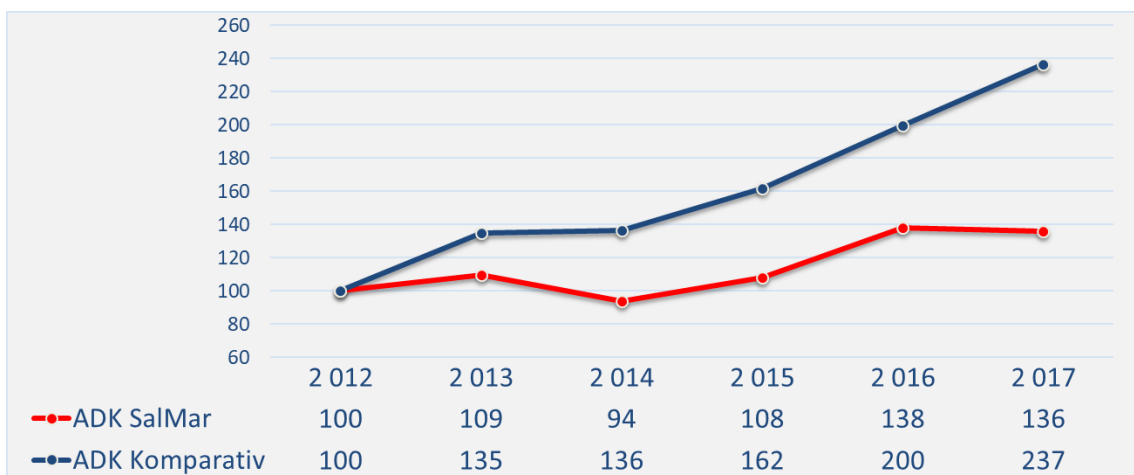
Figur 6-9, 6-10 og 6-11 under viser den relative utviklingen til faktorene pr. enhet solgt volum:



Figur 6-9 - Relativ utvikling varekostnad pr. enhet solgt volum



Figur 6-10 - Relativ utvikling lønnskostnad pr. enhet solgt volum



Figur 6-11 - Relativ utvikling andre driftskostnader (ADK) pr. enhet solgt volum

Figurene viser en kraftig økning av kostnader på alle postene, både for SalMar og de komparative selskapene.

Figur 6-9 viser utviklingen av den vesentligste kostnadsposten, varekostnadene. Varekostnadene har økt kraftig med gjennomsnittlig årlig vekst på 9 % for SalMar og 11,5 % for Komparativ. Fôrkostnaden er hovedkomponenten i denne kategorien. Økningen i fôrprisen skyldes økte kostnader til råvarer for produksjon av fôr, samt økt forbruk av spesial- og medisinfôr. Spesialfôr skal bidra til bedre tilvekst og reduserte biologiske utfordringer, hvor medisinfôr brukes til behandling etter sykdomsutbrudd eller for høyt lusenivå. Sammenlignet med ordinært fôr er spesialfôr ca. 10-15 % dyrere, mens medisinfôr koster ca. det dobbelte (Iversen et al., 2015).

Som en ser av figur 6-10 er lønnskostnadene sterkt økende, med en gjennomsnittlig årlig vekst på 7,8 % for SalMar, 14,7 % for Komparativ. Økt arbeidsbelastning og lavere produktivitetsvekst er viktige årsaker. Produksjonen per ansatt har økt med omtrent det 25-dobbelte siden midten av 1980-tallet. Imidlertid har utviklingen stoppet opp, og blitt reversert de seneste årene. Av årsaker kan nevnes økt krav til rapportering, biologiske utfordringer, krav til utstyr og HMS (Iversen et al., 2015).

Andre driftskostnader, som vises i figur 6-11 har også økt kraftig. Gjennomsnittlig årlig vekst har vært 6,3 % for SalMar og 18,8 % for Komparativ. I følge Iversen et al. (2015) skyldes økningen i stor grad økt bruk av innleide tjenester, samt kostnader påvirket av de biologiske utfordringene.

Totalt sett har SalMar hatt en noe lavere økning i kostnader enn bransjen for øvrig. Totalen per kilogram solgt volum for perioden og den gjennomsnittlige årlige kostnadsveksten oppsummeres i figuren under:

2012-2017	Vekst	Årlig vekst snitt
SalMar	49 %	8,3 %
Komparativ	87 %	13,3 %

Tabell 6-11 - Vekst 2012 - 2017 total og gjennomsnittlig årlig kostnadsvekst per kilogram solgt volum

6.3.2 Prognose

Prognosen for driftskostnader vil ta for seg utviklingen i kostnader per kilogram solgt volum, fremfor totale driftskostnader. Dette vurderes som mer hensiktsmessig når jeg i kapittel 7 skal beregne driftskostnader basert på ulike scenarier for fremtidig volum.

Kort sikt 2018 - 2022

Dersom SalMar klarer å få bedre kontroll med biologiske utfordringer forventer jeg reduserte driftskostnader. Dette knyttet seg til blant annet lusebekjempelse og utslakting i tillegg til innsparingene som følger av den økte kapasitetsutnyttelsen.

Driftskostnadene vil påvirkes av lakseprisutviklingen. Dersom vi ser en kraftig nedgang i prisene, vil det skape økt press og sannsynlig gjennomslag for reduksjon av kostnader. På kort sikt venter jeg ikke at en slik reduksjon vil ha stor effekt, ettersom dette sannsynligvis innebærer restrukturingskostnader.

Fôrkostnadene utgjør som beskrevet i kapittel 2.1.3 gjerne halvparten av driftskostnadene til bransjen. Som presentert i Porter-analysen er det i praksis kun to store fôrprodusenter, noe som bidrar til høy leverandørmakt. Disse vil naturligvis søke å kapre større deler av lønnsomheten i bransjen. Imidlertid er det en grense for hvor mye fôrprodusentene kan presse oppdrettsselskapene, da de som motsvar mot økte priser kan integrere fôrproduksjon i egen virksomhet. Som beskrevet i PESTEL-analysen forventer Norges Bank at kronekursen vil styrke seg noe i årene fremover, noe som kan bidra til reduserte fôrkostnader. Iversen et al. (2015) viser til at kraftig økning i USD mot NOK har bidratt til økte fôrpriser. Reduserte fôrkostnader som følge av styrket krone er isolert sett positivt for driftskostnadene, men vil totalt sett være negativt for inntjeningen i en eksportorientert bransje.

Nøytralt scenario

SalMar oppnår økt kapasitetsutnyttelse på eksisterende anlegg. Dette bidrar til økte driftskostnader totalt sett, men avtakende pr. kg solgt volum. Videre legges det til grunn en svekkelse av lakseprisen, noe som bidrar til kostnadseffektivisering i perioden, men hvor effekten begrenses noe grunnet restrukturingskostnader.

Den norske kronen styrker seg i perioden noe mot de viktigste valutaene, EUR og USD. Dette bidrar til reduserte kostnader. Videre øker kostnadene noe som følge av generell prisvekst.

I 2018-2022 reduseres produksjonskostnadene med totalt 4 % per kilogram solgt laks.

Nøytral	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Driftskostnader kr pr. kg	54	51	50	50	51	51
- Vekst		-5 %	-2 %	1 %	1 %	1 %

Tabell 6-12 - Utvikling driftskostnad kort sikt per kilogram - nøytralt scenario

Optimistisk scenario

Gjennom økt kapasitetsutnyttelse på eksisterende anlegg øker driftskostnadene totalt, men avtakende pr. solgt volum. En gradvis svekkelse av lakseprisen bidrar til kostnadseffektivisering, noe SalMar i stor grad lykkes med.

Styrking av den norske kronen bidrar til reduserte kostnader.

I 2018 reduseres kostnaden per kilogram med 5 %, deretter en reduksjon på 2 % i 2019, og en årlig kostnadsutvikling på 0 % i 2020-2022. Totalt bidrar dette til en kostnadsreduksjon på 7 % per kilogram solgt laks.

Optimistisk	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Driftskostnader kr pr. kg	54	51	50	50	50	50
- Vekst		-5 %	-2 %	0 %	0 %	0 %

Tabell 6-13 - Utvikling driftskostnader kort sikt per kilogram - optimistisk scenario

Pessimistisk scenario

SalMar oppnår kun begrenset økning av produksjon fra eksisterende anlegg, og opplever økte kostnader som følge av biologiske utfordringer ved sine anlegg. Til tross for svekket laksepris oppnår SalMar i liten grad kostnadseffektivisering.

Kronekursen er uendret i perioden.

Årlig kostnadsvekst utgjør 2 % i 2018 og 2019, deretter 3 % i 2020 - 2022, totalt 14 % for perioden.

Pessimistisk	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Driftskostnader kr pr. kg	55	56	57	59	61
- Vekst	2 %	2 %	3 %	3 %	3 %

Tabell 6-14 - Utvikling driftskostnader kort sikt per kilogram - pessimistisk scenario

Mellomlang sikt 2023 – 2028

Også på mellomlang sikt vil kapasitetsutnyttelsen være en viktig faktor. Ettersom SalMar har investert tungt i konsesjoner og anlegg vil de naturligvis ha et sterkt incentiv til å redusere de biologiske utfordringene til et minimum slik at produksjonen kan øke. Dersom problemene vedvarer antar jeg at SalMar vil oppleve store kostnadsøkninger. Dette kan være som følge av mer bruk av spesialfôr og medisinfôr, samt økt arbeidsbelastning.

Som SalMar (2017a) påpeker er det viktig at trenden med de økte kostnadene snus. Økt fokus på kostnader, særlig i et tilfelle hvor lakseprisen reduseres vil kunne ha positiv effekt.

Teknologiske faktorer kan også gi utslag på mellomlang sikt. Produktivitetsforbedringer på eksisterende anlegg kan bidra til lavere driftskostnader. Dette kan eksempelvis være knyttet til økt bruk av automatiserte og autonome løsninger for drift og overvåking av bestand, samt mer effektive forebyggende tiltak og behandlingsmetoder mot sykdomsutbrudd. På den andre siden kan teknologisk utvikling kombinert med høye marginer også bidra til høyere driftskostnader. Dersom det er teknologisk mulig og lønnsomt vil aktørene kunne øke andelen av produksjonstiden i landbaserte anlegg, slik at gjennomløpstiden i merdene til sjøs reduseres. Dette vil bidra til økt volum. Følgelig kan både drifts- og investeringskostnadene i perioden øke, men investeringsbeslutningen er positiv så lenge forventet avkastning er høyere enn avkastningskravet.

Nøytralt scenario

Produktivitetsforbedringer demper kostnadsveksten. Gode resultater fra Havmerden bidrar til at tilvirkningskostnaden for havbasert oppdrett ikke er høyere enn et snitt av SalMars eksisterende oppdrettsvirksomhet.

Kronekursen styrkes noe.

Totalt sett bidrar nevnte faktorer til en utvikling av kostnader i perioden tilsvarende generell prisvekst, slik at kostnadene per kilogram kun øker med 2 % årlig, totalt 13 % for perioden.

Nøytral	2018-2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Driftskostnader kr pr. kg	51	52	53	54	56	57	58
- Vekst	-4 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %

Tabell 6-15 - Utvikling driftskostnader mellomlang sikt per kilogram - nøytralt scenario

Optimistisk scenario

SalMar øker kapasitetsutnyttelsen på eksisterende anlegg og betydelige produktivitetsforbedringer i perioden bidrar til at de totale kostnadene reduseres, sammenlignet med den forventede generelle prisveksten i perioden.

Optimistisk	2018-2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Driftskostnader kr pr. kg	50	50	51	51	52	52	53
- Vekst	-7 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %

Tabell 6-16 - Utvikling driftskostnader mellomlang sikt per kilogram - optimistisk scenario

Pessimistisk scenario

SalMar opplever biologiske utfordringer, noe som bidrar til at de ikke øker produksjonen fra eksisterende anlegg. Dette driver opp kostnadene til forebygging og bekjempelse av problemene. Dette resulterer i en årlig kostnadsøkning på 3 %, totalt 19 % for perioden.

Pessimistisk	2018-2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Driftskostnader kr pr. kg	61	63	65	66	68	71	73
- Vekst	14 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %

Tabell 6-17 - Utvikling driftskostnader mellomlang sikt - pessimistisk scenario

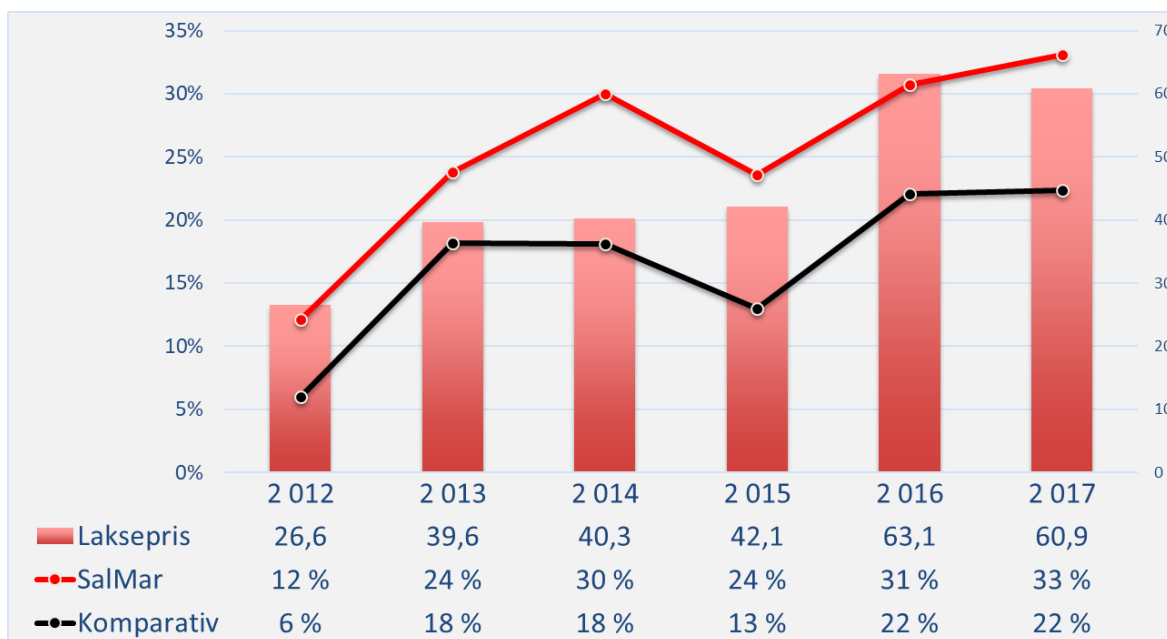
Lang sikt – terminalår (2029)

På lang sikt vil jeg estimere fremtidige driftskostnader indirekte ved å ta utgangspunkt i utviklingen av EBITDA-margin i den eksplisitte prognoseperioden.

6.4 Historisk analyse av EBITDA

I kapittel 7 vil jeg predikere en risikovektet fremtidig kontantstrøm. Da ønsker jeg å sette de ulike scenariene for driftsinntekter og driftskostnader i en mest mulig realistisk sammenheng. Ettersom summen av de analyserte driftsinntektene og driftskostnadene utgjør EBITDA, er dette nøkkeltallet relevant for historisk analyse og prognoseformål. Resultatet fra analysen vil jeg benytte til å prognostisere fremtidig EBITDA-margin på lang sikt i kapittel 7.

For å gjøre SalMar sitt normaliserte EBITDA sammenlignbart med de komparative selskapene vil jeg benytte EBITDA-margin. EBITDA-margin er forholdstallet mellom EBITDA og driftsinntekter. Høyere EBITDA-margin gir alt annet like høyere lønnsomhet. I figuren under ser jeg på den historiske utviklingen i EBITDA-margin for SalMar og de komparative selskapene sammen med utviklingen av laksepris.

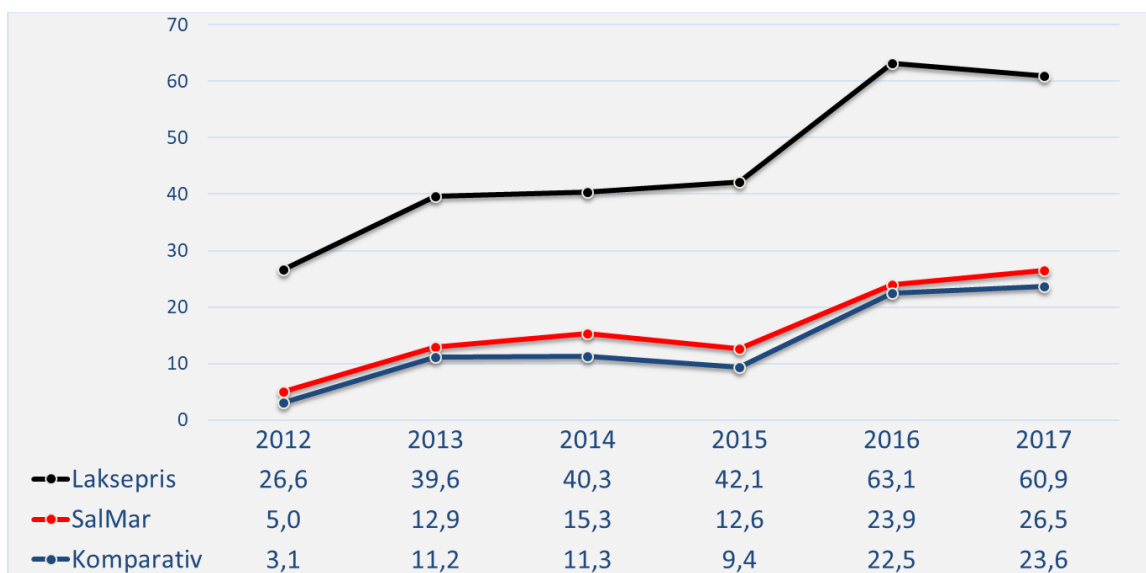


Figur 6-12 - Utvikling EBITDA - margin og laksepris 2012 – 2017

Figuren viser en gjennomsnittlig EBITDA-margin i analyseperioden på 26 %. Videre viser den at det har vært en svært positiv utvikling i EBITDA-marginene både for SalMar og komparativ. Utviklingstrenden mellom selskapene har vært relativt lik i perioden, hvor SalMar kommer noe bedre ut. Dette forklares i stor grad med SalMar sin relativt høye eksponering mot ren oppdrettsvirksomhet, noe som gir store positive utslag i perioder med

høy laksepris. Som vi ser av sekundæraksen som følger laksepris, henger utviklingen av EBITDA-margin og laksepris tett sammen.

I figuren under ser jeg på sammenhengen mellom utviklingen i laksepris og EBITDA pr. kg solgt laks:



Figur 6-13 - Utvikling EBITDA - margin pr. kg solgt laks

Figuren viser at selv om lakseprisen i absolutte kroner har økt med ca. 34 kr i perioden har EBITDA-margin pr. kg for henholdsvis SalMar og komparativ økt med 21,5 kroner og 20,5 kroner. Diskrepansen skyldes effekten av økte driftskostnader. I kapittel 2.1.3 i tabell 2-3 presenterte jeg at Fiskeridirektoratet (2017d) hadde beregnet en gjennomsnittlig tilvirkningskostnad pr. kg laks for bransjen i 2016 til 32,1 kr når jeg justerer for avskrivninger. For SalMar og de komparative selskapene kommer en i min analyse frem til noe høyere tall. Dette skyldes sannsynligvis kostnader til videreforedling og salg, som alle aktørene driver med i ulik grad. Dersom lakseprisen reduseres til 2015-nivå (42,1 kr) med 2017-kostnad vil EBITDA-marginen pr. kg laks reduseres til ca. 1/3 av dagens nivå og vil følgelig få store konsekvenser for lønnsomheten i bransjen.

6.5 Investeringer og avskrivninger

6.5.1 Historisk analyse

Kaldestad og Møller (2016, s. 74) redegjør for flere årsaker til at det historiske nivået for investeringer ikke nødvendigvis gir et godt utgangspunkt for å estimere fremtidige investeringer; (1) *historiske investeringer er en blanding av vedlikeholdsinvesteringer og kapasitetsinvesteringer*, (2) *vedlikeholdsinvesteringer kan fluktuere*, (3) *selskapet kan ha utsatt nødvendige investeringer*, (4) *selskapet har gjort sprangvise investeringer* og (5) *prisen på fysiske eiendeler kan fluktuere over tid*. Et nøyaktig anslag på historiske investeringer justert for de nevnte forholdene er det ikke grunnlag for å beregne. Dette som følge av at det ikke foreligger detaljert informasjon knyttet til investeringsaktivitetene. Imidlertid vil jeg ved å justere for åpenbare engangsforhold og deretter sammenligne med tall fra de komparative selskapene kunne komme frem til et normalisert historisk utgangspunkt. Kaldestad og Møller (2016, s. 74) anbefaler å fokusere på investeringer relativt til omsetning.

Tabellen under viser SalMar sine kontantutbetalinger til investeringsaktiviteter, samt avskrivninger i analyseperioden:

Investeringer og avskrivninger NOK 1000	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Snitt
Innbetaling ved salg av varige driftsmidler	1 785	3 735	500	-	2 298	1 415	1 622
Utbetaling kjøp av varige driftsmidler - vedlikehold	- 276 441	- 299 223	- 546 058	- 726 677	- 394 900	- 219 008	- 410 384
Utbetaling kjøp av varige driftsmidler - kapasitetsøkning/konsesjon	-	-	- 494 000	-	- 701 924	- 24 100	- 203 337
Netto Investeringer SalMar	-274 656	-295 488	-1 039 558	-726 677	-1 094 526	-241 693	-612 100
Netto investeringer i % av omsetning SalMar	6,5 %	4,7 %	14,5 %	9,9 %	12,2 %	2,2 %	8,3 %
Avskrivninger SalMar	169 621	220 820	275 765	307 280	358 020	418 600	291 684
Avskrivninger i % av omsetning SalMar	4,0 %	3,5 %	3,8 %	4,2 %	4,0 %	3,9 %	3,9 %

Tabell 6-18 - Historiske investeringer og avskrivning SalMar

Som en leser av tabellen er det store variasjoner i de årlige utbetalingene til investeringer, dels da tallene er en *blanding av vedlikeholdsinvesteringer og kapasitetsinvesteringer*. Særlig er utbetalingene høye i 2014 og 2016, som følge av investeringer i nye konsesjoner, økt smoltkapasitet og utviklingsprosjektet «Havmerden». Dersom en justerer ut kapasitetsinvesteringene reduseres snittet for perioden til 5,9 % årlig for SalMar. Videre

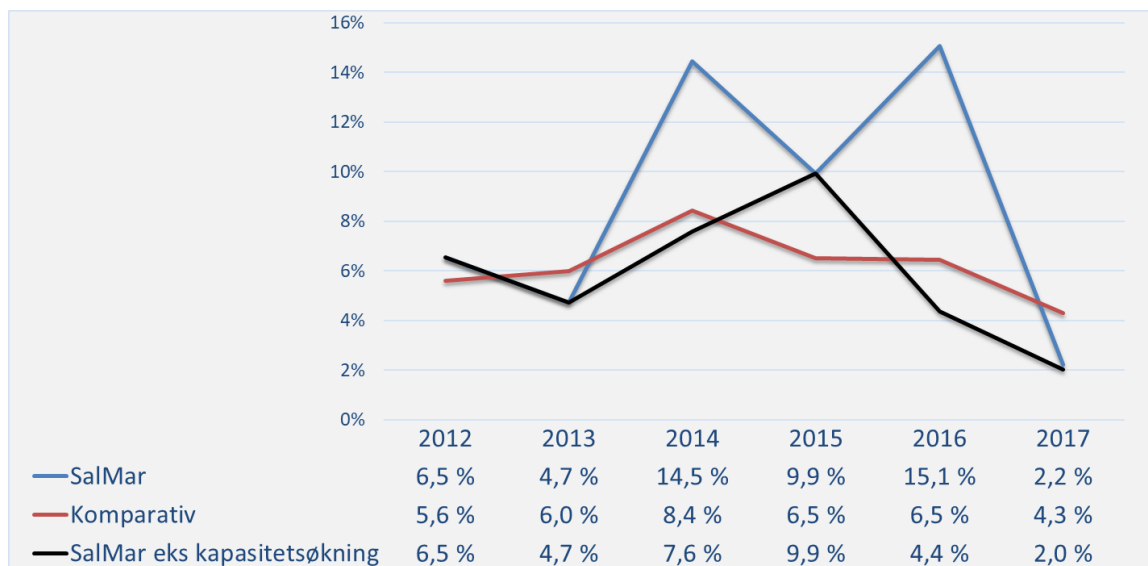
fluktuierer vedlikeholdsinvesteringene en del, fra 219 millioner kroner i 2017 til i underkant av 727 millioner kroner i 2015. En kan ikke utelukke at det ligger kapasitetsøkende investeringer også i disse tallene. Fluktuasjonen er ikke unaturlig, da bransjen er kapitalintensiv. Investeringer i eksempelvis nye brønnbåter og merder vil bidra til høye engangsutbetalinger.

Investeringsnivået er vesentlig høyere enn avskrivningene, noe som er forventet for en bransje i kraftig vekst (mer materiell). I tillegg er det slik at de historiske investeringene avskrives til historisk kost, noe som ventelig vil være lavere enn gjenanskaffelseskost. Ut over generell prisvekst er det grunn til å anta at strengere krav til næringen, samt høy lønnsomhet bidrar til at gjenanskaffelseskostnaden er økende. Forklaringen knyttet til høy lønnsomhet kan skyldes flere forhold, relevant for en fremtidsprognose. For det første kan en konsekvens være at en i oppgangstider er noe mindre sensitiv for pris, og dermed vektlegger andre kriterier høyere enn en ville gjort i nedgangstider. Resultatet er økt pris, samt at en kan se for seg at en fremskynder investeringer *selskapet ville utsatt* dersom lønnsomheten var lavere. For det andre vil rivaliseringen i markedet gjerne føre til at leverandørene krever høyere priser i en tid hvor lønnsomheten er høy.

Når jeg sammenligner SalMar sitt gjennomsnitt med de komparative selskapene i analyseperioden kommer det frem at SalMar har langt høyere andel investeringer relativt til omsetning. Differansen er noe lavere for andelen avskrivninger:

Snitt for 2012-2017	SalMar	Komparativ	Avvik
Investeringer i % av omsetning	8,8 %	6,2 %	2,6 %
Investeringer i % av omsetning eks. kapasitetsøkende inv.	5,9 %		
Avskrivninger i % av omsetning	3,9 %	3,5 %	0,5 %

Tabell 6-19 - Investeringer og avskrivninger - sammenligning med komparative selskap






Figur 6-14 - Historiske investeringer mot bransje (komparative selskap) i prosent av omsetning

Det er flere forhold som kan bidra til å forklare at SalMar har et høyere investeringsnivå. Høy andel kapitalintensiv oppdrettsvirksomhet har sannsynligvis stor innvirkning. Norway Royal Salmon (NRS) trekker bransjesnittet ned. Dersom en ekskluderer NRS fra komparativ øker gjennomsnittet for henholdsvis investeringer til 7 %, og avskrivninger til 3,5 %. NRS skiller seg noe fra de komparative selskapene ved at de har en stor andel salgsvirksomhet, som nevnt i kapittel 2.3.4. Salgsvirksomheten er lite kapitalintensiv, og medfører derfor lavt investeringsbehov relativt til omsetning.

Videre, dersom en ser på vekst i slaktet volum for SalMar målt mot snittet av de komparative selskapene i 2012-2017 er det store forskjeller. SalMar har opplevd en gjennomsnittlig årlig produksjonsvekst på 3,1 % i perioden, mens snittet har hatt en økning på 0,13 %. Ettersom vekst knyttet til produksjon av oppdrettsfisk normalt krever tyngre investeringer, finner jeg det rimelig å anta at den høye investeringstakten dels forklares av produksjonsveksten.

Utviklingstillatelser kan også forklare investeringstakten til SalMar. Av utviklingstillatelsene som har fått tilsagn (godkjenning) er det kun SalMar og Marine Harvest fra de komparative selskapene som er representert (Fiskeridirektoratet, 2018). Ettersom investeringene til SalMar omfatter utviklingstillatelsen knyttet «Havmerden», (262 millioner kroner i 2016) drar dette opp investeringsandelen noe.

Investeringer relativt til omsetning viser en relativt flat trend for analyseperioden. Dette er imidlertid en indikator for kraftig kostnadsvekst, ettersom lakseprisen, som er driveren for omsetningsveksten har økt med 229 % (ref. kapittel 6.2.1) i analyseperioden. Den absolutte investeringskostnaden per kilogram slaktet fisk må således ha økt, noe tabellen under viser:

Investeringer pr. kg. slaktet fisk								
NOK pr. kg.	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Snitt	Trend
SalMar	2,68	2,57	7,37	5,33	11,73	1,79	5,24	
Komparative selskap	2,45	3,58	5,11	4,69	6,08	1,70	3,94	
SalMar eks. kapasitetsøkning	2,68	2,57	3,87	5,33	3,40	1,61	3,24	

Tabell 6-20 - Investeringer pr. kg 2012 – 2017

Oppsummert har jeg beregnet at SalMar i snitt har hatt et investeringsnivå på 8.8 % av omsetningen i analyseperioden. Dette er høyere enn komparativ. Differansen har jeg forklart med høy andel oppdrettsvirksomhet, produksjonsvekst og investeringer i utviklingstillatelser. Justert for kapasitetsøkende investeringer og investeringer i utviklingstillatelser ligger investeringsandelen på 5,9 % årlig for SalMar, men kun 3,2 % i snitt for 2016 og 2017. 5,9 % er imidlertid kun en justering for de åpenbare forholdene, og hensyntar derfor ikke alle de relevante forholdene jeg opprinnelig ønsket å justere for. Videre er trolig snittet for 2016 og 2017 kunstig lavt som følge av svært høy laksepris. Jeg legger skjønnsmessig til grunn et historisk normalisert investeringsnivå på 5 % årlig eksklusive engangs- og kapasitetsøkende investeringer.

6.5.2 Prognose

For at verdsettelsen skal være konsistent, må det naturligvis være en sammenheng mellom prognosen for faktorene som inngår i EBITDA og investeringer. Dersom høy vekst i produksjonsvolum forutsettes, vil det være nødvendig med investeringer i ny kapasitet. For terminalåret forutsettes at virksomheten er i «steady state». Da vil normalt nåverdien av nye investeringer være null, og jeg kan utelukke de fra prognosen (Kaldestad & Møller, 2016, s. 112).

Som for de andre faktorene vil jeg også for investeringer estimere en nøytral, optimistisk og pessimistisk prognose.

Prognose kort, mellomlang og lang sikt 2018-2028

Nøytralt scenario

SalMar har som nevnt opplevd biologiske utfordringer, særlig i 2016. Som argumentert for under analysen av driftsinntekter legger jeg til grunn at SalMar har betydelig vekstpotensial gjennom økt kapasitetsutnyttelse fra eksisterende eiendeler gitt at de mitigerer de biologiske utfordringene. Økt kapasitetsutnyttelse fra eksisterende eiendeler vil sannsynligvis kreve noen investeringer på kort sikt. Dette kan eksempelvis være investeringer i behandlingsskapitet for lusehåndtering (SalMar, 2018).

Videre forventes det at SalMar oppnår noe vekst gjennom kjøp av tillatelser og investeringer i nye anlegg, hvor jeg legger til grunn at SalMar øker kapasiteten med rundt 2 % årlig. Dette er noe lavere enn den gjennomsnittlige årlige veksten de seneste årene (3,1 %).

Investeringer i Havmerden forventes å få noe innvirkning i perioden frem til 2023 ved at investeringene i utviklingsperioden ventelig ligger noe høyere enn hva som vil være nødvendig for å drifte anlegget på lang sikt. Jeg forutsetter at Havmerden lykkes, og at noe av veksten på mellomlang sikt vil være knyttet til havbasert oppdrett.

På lang sikt (terminalår) forventer jeg at investeringsnivået vil ligge tilsvarende det normaliserte nivået for 2012-2017. Dette ble beregnet til 5 % i kapittel 6.5.1.

Investeringer	2012-2017	2018-2023E	2023-2028E	2029T
Nøytralt	8,8 %	7,0 %	6,0 %	5,0 %

Tabell 6-21 - Investeringer - prognose nøytralt scenario

Optimistisk scenario (høy investeringstakt)

Nøytralt scenario hensyntar noen investeringer knyttet til bekjempelse av biologiske utfordringer på kort sikt. Dette videreføres i aktuelt scenario.

Videre legger jeg til grunn investeringer i ny kapasitet, som bidrar til en årlig kapasitetsøkning på 3 %. På mellomlang sikt inkluderer dette investeringer i både land- og havbaserte anlegg. Det legges til grunn at investeringskostnadene for oppføring av havbaserte anlegg er tilsvarende kystnære oppdrettsanlegg, ved at prisen for tillatelsen kompenseres for eventuell merkostnad ved oppføring. Landbaserte anlegg forventes å

medføre noe høyere investeringer, selv om det ikke påløper kostnader til tillatelse. Noe høyere vedlikeholdskostnad når de landbaserte anleggene er i drift legges til grunn både på mellomlang og lang sikt.

Havmerden har noe innvirkning på kort sikt, som for nøytralt scenario.

På lang sikt legger jeg til grunn et investeringsnivå eksklusive kapasitetsøkende investeringer på 6 %.

Investeringer	2012-2017	2018-2023E	2023-2028E	2029T
Optimistisk	8,8 %	8,5 %	8,5 %	6,0 %

Tabell 6-22 - Investeringer - prognose optimistisk scenario

Pessimistisk scenario (lav vekst)

Nøytralt scenario hensyntar noen investeringer knyttet til bekjempelse av biologiske utfordringer på kort sikt. Dette videreføres i aktuelt scenario. De biologiske utfordringene blir en barriere for vekst, og begrenser utstedelsen av nye tillatelser. SalMar oppnår en årlig vekst på 1 %.

Utviklingstillatelsene til Havmerden blir ikke videreført og SalMar selger anlegget i perioden med lav restverdi.

På lang sikt legger jeg til grunn et investeringsnivå eksklusive kapasitetsøkende investeringer på 4,5 %.

Investeringer	2012-2017	2018-2023E	2023-2028E	2029T
Pessimistisk	8,8 %	6,0 %	6,0 %	4,5 %

Tabell 6-23 - Investeringer - prognose pessimistisk scenario

6.6 Arbeidskapital

6.6.1 Historisk analyse

Arbeidskapital omfatter det finansieringsnivået som normalt kreves for å håndtere den operasjonelle driften av et selskap. En vanlig definisjon er differansen mellom kortsiktige eiendeler og kortsiktig gjeld. Av eiendeler inkluderes normalt varelager, kundefordringer og andre fordringer, mens gjeld normalt omfatter leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld (Fredheim og Holthe, 2014). I verdsettelsessammenheng vil nåverdien av arbeidskapitalen være null, og det er kun endringer i arbeidskapitalen som følge av vekst som får innvirkning på verdsettelsen, *vekstavhengig arbeidskapital* (Kinserdal, 2017e). Ettersom jeg i kapittel 5.2 klassifiserte bankinnskudd og kontantekvivalenter som en finansiell eiendel vil denne ikke hensynstas i netto vekstavhengig arbeidskapital. Figuren under viser utviklingen i vekstavhengig arbeidskapital i analyseperioden:

Arbeidskapital	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Biologiske eiendeler	1 986 213	3 077 150	3 114 684	3 306 052	4 997 001	4 205 234
Andre varer	303 682	171 539	206 454	328 216	224 783	189 166
Kundefordringer	660 944	662 149	888 219	815 540	595 773	501 100
Forskuddsbetalte kostnader	74 763	51 836	38 610	52 725	39 099	31 439
Til gode mva	82 971	23 259	212 918	173 165	179 609	144 423
Leverandørgjeld	- 762 765	- 515 856	- 409 485	- 649 274	- 1 199 402	- 1 161 028
Skyldige offentlige avgifter	- 7 008	- 119 375	- 465 596	- 445 582	- 612 359	- 592 767
Skyldig lønn, bonus, feriepenger (10 %)	- 48 322	- 62 305	- 71 043	- 76 588	- 86 153	- 92 910
Netto vekstavhengig arbeidskapital	2 290 479	3 288 397	3 514 761	3 504 254	4 138 351	3 224 658
Endring arbeidskapital		997 918	226 364	- 10 507	634 097	- 913 693
% av driftsinntekter	54 %	53 %	49 %	48 %	46 %	30 %

Tabell 6-24 - Historisk utvikling vekstavhengig arbeidskapital SalMar

Biologiske eiendeler er i figuren over vist på en egen rad, ettersom den er hoveddriveren bak endringene i arbeidskapital i perioden. Biologiske eiendeler verdsettes til markedsverdien på balansedagen (SalMar, 2017a). Posten vil derfor være influert av lakseprisen. Eksempelvis var den gjennomsnittlige lakseprisen i 2017 60,88 kr, mens prisen på balansedagen var 54,18 kr, ca. 11 % lavere. Dette påvirker arbeidskapitalen i prosent av driftsinntekter.

Arbeidskapitalen som andel av driftsinntekter er redusert i perioden, selv om SalMar i sine årsrapporter ikke har uttrykt fokus på å redusere den. Det historiske gjennomsnittet er 46,6 %, påvirket av høyt nivå i 2012 og 2013, og lavt nivå i 2017. Ut fra utviklingen de seneste årene legger jeg til grunn at arbeidskapitalen reduseres til 45 % på fremtidig arbeidskapital.

Ettersom SalMar i sin rapportering ikke nevner planer eller strategier for å redusere arbeidskapitalbindingen, vil jeg ikke lage et intervall gjennom ulike scenarier for denne posten.

6.7 Inntekt fra investering i tilknyttede selskap

SalMar har investeringer i fem tilknyttede selskap, som alle er klassifisert som operasjonelle eiendeler. Resultatandelen er etter skatt og biomassejustering, og inngår derfor også i kontantstrømmen fra de operasjonelle aktivitetene. Inntektene eller kostnadene er ikke hensyntatt i EBIT/EBITDA, eller i investeringer og arbeidskapital. Det er kun SalMar sin resultatandel som regnskapsføres. Ca. 99 % av den bokførte verdien av investeringene er i Norskott Havbruk og Salmus. Begge blir av SalMar (2017a) kategorisert som oppdrettsvirksomheter.

En sammenligning av utviklingen til resultatandelen fra tilknyttet virksomhet mot SalMar sin utvikling i EBITDA viser en sterk korrelasjon. Korrelasjonskoeffisienten for analyseperioden 2012-2017 er på 0,85. Den sterke korrelasjonen er forventet ettersom resultatet fra de tilknyttede selskapene på lik linje med SalMar sin kontantstrøm er sterkt influert av drivere som laksepris, fôrkostnader, og sannsynligvis er påvirket av biologiske utfordringer. Norskott Havbruk utgjør det vesentligste av resultatandelen fra de tilknyttede selskapene, vel 80 % i 2017. Ettersom Norskott Havbruk driver virksomhet i Skottland, er det naturligvis noen forskjeller knyttet til markedsforhold, herunder valuta, rente, skatt, lønn, varer og tjenester osv.

Grunnet ovennevnte forhold, legger jeg til grunn at inntekten fra investering i tilknyttede selskap relativt sett følger utviklingen i SalMar sin prognostiserte kontantstrøm etter skatt. Samtidig må jeg hensyntar at SalMar grunnet eierskapet er noe mer diversifisert. Eksempelvis vil effekten av en styrket NOK dempes noe sammenlignet med om all virksomheten hadde vært konsentrert i Norge.

7. Scenarioanalyse fremtidig kontantstrøm

I kapittel 6 gjorde jeg anslag for utvikling av viktige vekst drivere på kort, mellomlang og lang sikt. Her skilte jeg mellom tre ulike scenarier for de fleste av faktorene, isolert sett. For å lage en fremtidsprognose for SalMar vil jeg sette sammen disse scenariene til tre ulike sannsynlighetsvektede scenarier. Da vil jeg hensynta at det ikke nødvendigvis er slik at et optimistisk scenario for driftsinntekter etterfølges av et optimistisk for driftskostnader og investeringer. Ved å bruke sannsynlighetsvektede scenarier får jeg bedre frem den reelle usikkerheten rundt verdiestimatet. I tillegg vil jeg i verdsettelsesmodellen relativt enkelt kunne justere sannsynlighetsvektingen dersom ny informasjon tilsier økt sannsynlighet for ett av scenariene (Kaldestad & Møller, 2016, s. 131). Jeg vil benytte meg av et nøytralt hovedscenario, samt et optimistisk og et pessimistisk scenario.

Kaldestad og Møller (2016, s. 132) deler scenarioanalysen inn i tre trinn, henholdsvis:

1. Identifiser hvilke usikkerhetskilder scenariene skal bygge på.
2. Prognostiser kontantstrømmer og estimer en verdi i de ulike scenariene.
3. Estimer en sannsynlighet for at hvert scenario skal inntreffe.

Videre vil jeg ta for meg hvert av disse trinnene i respektive delkapitler.

7.1 Usikkerhetskilder for scenariene

I følge Kaldestad og Møller (2016, s. 133) bør en for utviklingen av scenariene fokusere på de viktigste usikkerhetskildene av størst betydning for kontantstrømmen. Lakseprisen påvirkes av *tilbud og etterspørsel*. Det som imidlertid skiller oppdrettsbransjen fra de fleste andre bransjer er at produksjonsveksten er myndighetsregulert. Ubalanse mellom tilbud og etterspørsel kan derfor ikke rettes av næringen selv. Dette kan bidra til vedvarende høy laksepris og lønnsomhet ved at produksjonsveksten blir lavere enn etterspørselsveksten. Denne situasjonen kan imidlertid avløses av ny teknologi i fremtiden, som kan bidra til at myndighetene i mindre grad kan holde igjen veksten med grunnlag i biologiske utfordringer.

Videre har vi de senere årene sett en kraftig vekst i *driftskostnader*, som kan utgjøre en trussel mot SalMar sin lønnsomhet i fremtiden.

Usikkerhetskildene jeg vil bygge scenariene på er henholdsvis forhold knyttet til tilbud og etterspørsel, samt driftskostnader.

7.2 Prognostiserte kontantstrømmer

7.2.1 Skatt

For verdsettelsesformål er det kontantstrømmen etter skatt som benyttes ettersom det må være konsistent med avkastningskravet, hvor jeg også trekker fra skatt. Bakgrunnen er at jeg for beregning av avkastningskravet er avhengig av å hente data fra aksjemarkedet, som benytter etter skatt-størrelser. Jeg vil beregne skatten med utgangspunkt i EBITDA fratrukket investeringer. Dette kan gi et bedre uttrykk for fremtidig kontantstrøm enn hvis jeg hadde trukket fra avskrivninger, ettersom de tar utgangspunkt i historisk kost (Kaldestad & Møller, 2016, s. 119).

Den effektive skattesatsen kan variere mellom bransjer og særlig som funksjon av vekst. Kinserdal (2017d) anbefaler følgende tommelfingerregler for selskaper basert i Norge med 24 % skattesats:

- Selskaper med moderat vekst og normal kapitalintensitet: 20 %
- Selskaper med høy vekst og normal kapitalintensitet: 15-20 %
- Selskaper med moderat vekst og høy kapitalintensitet: 15-20 %

Som beskrevet i PESTEL-analysen er den nominelle skattesatsen for bedrifter i Norge redusert til 23 % i 2018, som følge av en internasjonal trend med reduserte skattesatser for bedriftsbeskatning. Videre har regjeringen anbefalt en reduksjon ned mot 20 %.

SalMar er et kapitalintensivt selskap, men hvor veksten vil variere i de ulike scenariene. Jeg vil imidlertid gjøre en praktisk avveining å beholde lik skattesats for de ulike scenariene. På kort og mellomlang sikt legger jeg til grunn en effektiv skattesats på 15 %.

På lang sikt er SalMar forutsatt å være i «steady state». Kaldestad og Møller (2016, s. 80) anbefaler da at en legger til grunn en antakelse om at nominell skatt og effektiv skatt er lik. Ut fra anbefalingen til «Sheelutvalget», og regjeringens anbefalte reduksjon vil jeg på lang sikt legge til grunn en effektiv skattesats på 20 %.

7.2.2 Nøytralt scenario

Tilbudsveksten globalt er høy, dog noe lavere enn etterspørselsveksten på kort og mellomlang sikt. En av faktorene som bidrar er at næringen i økende grad lykkes med å dempe de biologiske utfordringene. På lang sikt utvikles nye produksjonsmetoder som i mindre grad omfattes av myndighetsreguleringer, herunder landbasert oppdrett. Imidlertid har disse produksjonsmetodene høyere investerings- og driftskostnader enn sjøbasert oppdrett, noe som begrenser tilbudsveksten noe. Resultatet er en varig strategisk kostnadsfordel for etablerte aktører med høy andel sjøbasert oppdrett, og danner grunnlaget for gode marginer. Global befolkningsvekst og fremvekst av middelklasse gir høy etterspørselsvekst. Det oppstår i den eksplisitte perioden temporære handelsrestriksjoner, men hvor konsekvensen for laksepris er lav. Produktivitetsforbedringer både i fôr- og oppdrettsnæringen bidrar til lavere vekst i driftskostnader enn utviklingen de seneste årene. Kronekursen styrkes noe relativt til EUR og USD.

Driftsinntekter

SalMar oppnår en vekst i solgt volum på 15 % i 2018, 2 % årlig 2019-2022 og 3 % årlig 2023-2028. Lakseprisen holder seg på et høyt nivå i 2018 og 2019, og følger anslaget fra det nøytrale anslaget i kapittel 6.2.

Nøytralt scenario for omsetningsvekst følger anslaget for nøytral vekst i kapittel 6.2.

Driftskostnader

Produktivitetsforbedringer, økt kapasitetsutnyttelse og styrket kronekurs bidrar til at produksjonskostnadene per kilogram utvikler seg positivt på kort og mellomlang sikt. Som følge av redusert laksepris, særlig fra 2020 gjennomføres kostnadseffektiverende tiltak med varig effekt. Tiltakene har full effekt fra og med 2022.

Jeg legger til grunn nøytralt scenario fra analysen i kapittel 6.3 for 2018-2022, med en total reduksjon på 4 %. Deretter legger jeg til grunn at kostnadene øker med 2 % i 2023-2028. Dette gir en EBITDA-margin i 2028 på 18,9 %, som jeg vil legge til grunn på lang sikt.

Investeringer

Som følge av at en del av produksjonsøkningen omfatter økt kapasitetsutnyttelse på eksisterende anlegg øker ikke investeringene i like høy takt som produksjonsøkningen tilsier. Havmerden krever kun begrenset med ytterligere investeringsmidler. Videre gjennomføres investeringer i ny teknologi på eksisterende anlegg, særlig i 2020 og 2021 for å kunne implementere kostnadsreduserende tiltak. Det påløper også kostnader til investering i nye konsesjoner og anlegg. Jeg legger til grunn nøytralt anslag fra kapittel 6.5.

Arbeidskapital

Jeg legger til grunn anslaget fra kapittel 6.6 på at arbeidskapitalen tilsvarer 45 % av driftsinntektene for hele perioden.

Kontantstrøm

Med utgangspunkt i det nøytrale scenariet legger jeg følgende kontantstrøm til grunn:

Nøytralt scenario		Kort sikt			
Tall i NOK 1000	2018	2019	2020	2021	2022
Laksepris	56,9 -7 %	56,1 -1 %	49,4 -12 %	49,9 1 %	50,4 1 %
Volum	156 000 15 %	159 120 2 %	162 302 2 %	165 548 2 %	168 859 2 %
Driftsinntekter og driftskostnader					
Driftsinntekter	11 825 768	11 903 150	10 691 193	11 014 067	11 346 692
Driftskostnader	- 7 932 257	- 7 929 084	- 8 168 542	- 8 415 232	- 8 669 372
Driftskostnader pr kg	50,8 -5 %	49,8 -2 %	50,3 1 %	50,8 1 %	51,3 1 %
EBITDA	3 893 511	3 974 066	2 522 651	2 598 835	2 677 320
EBITDA - margin	33 %	33 %	24 %	24 %	24 %
Investering	- 827 804 7 %	- 833 220 7 %	- 748 384 7 %	- 770 985 7 %	- 794 268 7 %
Endring arbeidskapital	- 280 026 45 %	- 34 822 45 %	545 381 45 %	- 145 293 45 %	- 149 681 45 %
Kontantstrøm før skatt	2 785 681	3 106 024	2 319 648	1 682 557	1 733 370
Skatt lang sikt	20 %				
Skatt kort og mellomlang sikt	15 % - 459 856	- 471 127	- 266 140	- 274 178	- 282 458
Kontantstrøm etter skatt	2 325 825	2 634 897	2 053 508	1 408 379	1 450 912
Inntekt på investering i tilknyttede selskap	252 457	286 005	222 898	152 872	157 489
Kontantstrøm etter skatt inkl. tilknyttede selskap	2 578 281	2 920 901	2 276 406	1 561 252	1 608 401

Tabell 7-1 - Kontantstrøm nøytralt scenario - kort sikt

Nøytralt scenario		Mellomlang sikt						Lang sikt
Tall i NOK 1000	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	
Laksepris	50,9	51,4	51,9	52,4	53,0	53,5		
	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %		
Volum	173 925	179 143	184 517	190 053	193 854	197 731		
	3 %	3 %	3 %	3 %	2 %	2 %		
Driftsinntekter og driftskostnader								
Driftsinntekter	11 803 963	12 279 663	12 774 534	13 289 347	13 690 686	14 104 144	14 456 748	
							2,5 %	
Driftskostnader	- 9 108 042	- 9 568 909	- 10 053 096	- 10 561 783	- 10 988 479	- 11 432 413	- 11 724 423	
Driftskostnader pr kg	52,4	53,4	54,5	55,6	56,7	57,8		
	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %		
EBITDA	2 695 921	2 710 754	2 721 437	2 727 564	2 702 207	2 671 731	2 732 325	
EBITDA - margin	23 %	22 %	21 %	21 %	20 %	18,9 %	18,9 %	
Investering	- 708 238	- 736 780	- 766 472	- 797 361	- 821 441	- 846 249	- 722 837	
	6 %	6 %	6 %	6 %	6 %	6 %	5 %	
Endring arbeidskapital	- 205 772	- 214 065	- 222 692	- 231 666	- 180 602	- 186 056	- 158 672	
	45 %	45 %	45 %	45 %	45 %	45 %	45 %	
Kontantstrøm før skatt	1 781 911	1 759 909	1 732 274	1 698 537	1 700 163	1 639 426	1 850 816	
Skatt lang sikt	20 %							
Skatt kort og mellomlang sikt	15 %	- 298 152	- 296 096	- 293 245	- 289 531	- 282 115	- 273 822	
							401 898	
Kontantstrøm etter skatt	1 483 758	1 463 813	1 439 029	1 409 007	1 418 048	1 365 603	1 448 919	
Inntekt på investering i tilknyttede selskap	161 055	158 890	156 199	152 941	153 922	148 229	157 273	
Kontantstrøm etter skatt inkl. tilknyttede selskap	1 644 813	1 622 703	1 595 228	1 561 947	1 571 970	1 513 833	1 606 192	

Tabell 7-2 - Kontantstrøm nøytralt scenario - mellomlang og lang sikt

7.2.3 Optimistisk scenario

Det er høy vekst i produksjonen i SalMar sitt kjerneområde, Norge. Dette som følge av høy teknologisk utviklingstakt, og gode biologiske forhold relativt til nye områder som utvikles. Tilbudsveksten globalt er imidlertid ikke tilstrekkelig for å kompensere for vekst i etterspørselen. Produktivitetsforbedringer, samt mer effektive forebyggende tiltak mot sykdomsutbrudd bidrar til at driftskostnadene har en vekst lavere enn den generelle prisveksten. Investeringskostnadene øker som følge av at myndighetene tar høyere pris for nye tillatelser, samt implementering av ny autonom teknologi og investeringer i nye konsesjoner og anlegg. Kronekursen holder seg i snitt uendret mot EUR og USD.

Driftsinntekter

Utviklingen i driftsinntekter er høy, og følger optimistisk scenario for omsetningsvekst fra kapittel 6.2.

Driftskostnader

SalMar oppnår økt kapasitetsutnyttelse på eksisterende anlegg. En mindre reduksjon i lakseprisene enn forventet bidrar til at SalMar har utfordringer med å implementere

kostnadseffektiviserende tiltak på kort sikt. Kostnadsbesparelsen i 2018 og 2019 følger nøytralt scenario fra kapittel 6.3, som følge av økt kapasitetsutnyttelse. I 2020 til 2022 øker kostnaden med 2 % årlig tilsvarende inflasjonen. På mellomlang sikt legger jeg til grunn et pessimistisk scenario, ettersom høyere laksepris enn forventet demper viljen til kostnadseffektivisering. På lang sikt videreføres EBITDA-marginen fra 2028 på 23,4 %.

Investeringer

Ettersom produksjonen nær dobles i den eksplisitte prognoseperioden frem til 2028 følger det en rekke investeringer i nye anlegg og tillatelser i perioden. I tillegg erfarer bransjen at tillatelsene blir dyrere ettersom myndighetene som selger tillatelsene ønsker å kapre noe av lønnsomheten i perioden. Videre bidrar økt grad av autonomi og innføring av eksempelvis elektriske brønnbåter til økte investeringskostnader.

Argumentasjonen for dette scenariet tilsier en høyere investeringstakt enn hva som legges til grunn for det optimistiske anslaget fra kapittel 6.5. Imidlertid er det viktig å hensynta at jeg i kapittel 6.5 prognostiserte investeringer som en relativ størrelse i forhold til driftsinntekter. Høy laksepris er i dette scenariet en sterk driver for vekst i driftsinntektene, og en høy prosentsats for investeringer som andel av driftsinntekter ville derfor medført store absolutte utbetalinger til investeringsaktiviteter. Totalt sett vurderer jeg derfor at optimistisk scenario fra kapittel 6.5 er et rimelig estimat under forutsetningene for dette scenariet både på kort, mellomlang og lang sikt.

Arbeidskapital

Jeg legger til grunn anslaget fra kapittel 6.6 på at arbeidskapitalen tilsvarer 45 % av driftsinntektene for hele perioden.

Kontantstrøm

Med utgangspunkt i det optimistiske scenariet legger jeg følgende kontantstrøm til grunn:

Optimistisk scenario		Kort sikt				
Tall i NOK 1000	2018	2019	2020	2021	2022	
Laksepris	59,7	62,1	57,1	57,1	57,1	
	-2 %	4 %	-8 %	0 %	0 %	
Volum	156 000	162 240	168 730	175 479	182 498	
	15 %	4 %	4 %	4 %	4 %	
Driftsinntekter og driftskostnader						
Driftsinntekter	12 418 616	13 434 571	12 846 998	13 360 878	13 895 313	
Driftskostnader	- 7 932 257	- 8 084 556	- 8 576 097	- 9 097 524	- 9 650 653	
Driftskostnader pr kg	50,8	49,8	50,8	51,8	52,9	
	-5 %	-2 %	2 %	2 %	2 %	
EBITDA	4 486 359	5 350 015	4 270 901	4 263 354	4 244 660	
EBITDA - margin	36 %	40 %	33 %	32 %	31 %	
Investering	- 1 055 582	- 1 141 939	- 1 091 995	- 1 135 675	- 1 181 102	
	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	
Endring arbeidskapital	- 546 808	- 457 180	264 408	- 231 246	- 240 496	
	45 %	45 %	45 %	45 %	45 %	
Kontantstrøm før skatt	2 883 969	3 750 897	3 443 314	2 896 434	2 823 062	
Skatt lang sikt	20 %					
Skatt kort og mellomlang sikt	15 %	- 514 617	- 631 211	- 476 836	- 469 152	
		- 459 534				
Kontantstrøm etter skatt	2 369 352	3 119 685	2 966 478	2 427 282	2 363 529	
Inntekt på investering i tilknyttede selskap	257 181	338 626	321 996	263 469	256 549	
Kontantstrøm etter skatt inkl. tilknyttede selskap	2 626 533	3 458 311	3 288 474	2 690 751	2 620 078	

Tabell 7-3 - Kontantstrøm optimistisk scenario - kort sikt

Optimistisk scenario		Mellomlang sikt						Lang sikt
Tall i NOK 1000	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	
Laksepris	57,1	57,1	58,2	59,4	60,6	61,8		
	0 %	0 %	2 %	2 %	2 %	2 %		
Volum	191 623	201 204	211 264	219 715	226 306	230 832		
	5 %	5 %	5 %	4 %	3 %	2 %		
Driftsinntekter og driftskostnader								
Driftsinntekter	14 590 079	15 319 583	16 407 273	17 404 835	18 285 520	19 024 255	19 690 104	
							3,5 %	
Driftskostnader	- 10 437 182	- 11 287 812	- 12 207 769	- 13 076 962	- 13 873 349	- 14 575 340	- 15 082 620	
Driftskostnader pr kg	54,5	56,1	57,8	59,5	61,3	63,1		
	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %		
EBITDA	4 152 897	4 031 771	4 199 505	4 327 874	4 412 171	4 448 915	4 607 484	
EBITDA - margin	28 %	26 %	26 %	25 %	24 %	23,4 %	23,4 %	
Investering	- 1 240 157	- 1 302 165	- 1 394 618	- 1 479 411	- 1 554 269	- 1 617 062	- 1 181 406	
	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	6,0 %	
Endring arbeidskapital	- 312 645	- 328 277	- 489 461	- 448 903	- 396 308	- 332 431	- 299 632	
	45 %	45 %	45 %	45 %	45 %	45 %	45 %	
Kontantstrøm før skatt	2 600 096	2 401 330	2 315 426	2 399 560	2 461 594	2 499 423	3 126 446	
Skatt lang sikt	20 %							
Skatt kort og mellomlang sikt	15 %	- 436 911	- 409 441	- 420 733	- 427 269	- 428 685	- 424 778	
		- 685 216						
Kontantstrøm etter skatt	2 163 185	1 991 889	1 894 693	1 972 290	2 032 909	2 074 645	2 441 230	
Inntekt på investering i tilknyttede selskap	234 803	216 209	205 659	214 082	220 662	225 192	264 983	
Kontantstrøm etter skatt inkl. tilknyttede selskap	2 397 988	2 208 098	2 100 352	2 186 372	2 253 571	2 299 837	2 706 214	

Tabell 7-4 - Kontantstrøm optimistisk scenario - mellomlang og lang sikt

7.2.4 Pessimistisk scenario

Produksjonsveksten i SalMar sine kjerneområder stagnerer grunnet arealbegrensninger og biologiske utfordringer. Globalt er det god utvikling i produksjonen av laks, særlig på land ved at landbaserte produksjonsanlegg tar stadig større markedsandeler. Anleggene bidrar til produksjon av laks i lavkostland, og det Asiatiske markedet blir stadig mer selvforsynt. I tillegg bidrar politisk uro og handelsrestriksjoner til dempet etterspørselsvekst etter laks produsert i Norge. Tilvirkningskostnaden i de landbaserte anleggene er lave, men konvensjonelt oppdrett til sjøs har fortsatt en kostnadsfordel sammenlignet med landbaserte oppdrettsanlegg. Utviklingstillatelsene tilknyttet Havmerden trekkes tilbake ettersom prosjektet ikke gav ønskede resultater.

Driftsinntekter

Utviklingen i driftsinntekter følger pessimistisk scenario for omsetningsvekst fra kapittel 6.2.

Driftskostnader

SalMar oppnår noe vekst i solgt volum i 2018 gjennom økt kapasitetsutnyttelse. Allikevel er denne lavere enn for de andre scenariene grunnet biologiske utfordringer. Den kraftige reduksjonen i lakseprisene, særlig i 2020 bidrar til en større omstrukturering og kostnadsbesparelser som har positiv nettoeffekt fra 2021. Kostnadsbesparelsene er omfattende, og påvirker hele verdikjeden.

På kort sikt legger jeg til grunn en kostnadsreduksjon i 2018-2020 tilsvarende nøytralt scenario (-5 %, -4 % og 0 %). Deretter legger jeg til grunn en kostnadsreduksjon i 2021 og 2022 på 2 % årlig. På mellomlang sikt oppnår SalMar jevnlig produktivitetsforbedringer som styrker konkurransekraften. Styrket kronekurs bidrar til noe lavere førkostnader. Totalt opplever SalMar en årlig vekst i driftskostnadene på 2 % årlig tilsvarende nøytralt scenario fra kapittel 6.3. På lang sikt legger jeg til grunn at EBITDA-marginen fra 2028 på 17,1 % videreføres.

Investeringer

På kort sikt investeres det tilsvarende det nøytrale anslaget fra kapittel 6.5. Driverne for investeringsnivået er investeringer som tar sikte på å dempe de biologiske utfordringene, samt tiltak for å gjennomføre kostnadsreduksjoner. På mellomlang og lang sikt er det svært

begrenset volumvekst som følge av lav tilgang på nye tillatelser. Investeringene omfatter derfor i hovedsak vedlikeholdsaktiviteter, og det pessimistiske anslaget fra kapittel 6.5 legges til grunn.

Arbeidskapital

Jeg legger til grunn anslaget fra kapittel 6.6 på at arbeidskapitalen tilsvarer 45 % av driftsinntektene for hele perioden.

Kontantstrøm

Med utgangspunkt i det pessimistiske scenariet legger jeg følgende kontantstrøm til grunn:

Pessimistisk scenario		Kort sikt			
Tall i NOK 1000	2018	2019	2020	2021	2022
<i>Laksepris</i>	55,4	54,3	47,8	46,8	45,9
	-9 %	-2 %	-12 %	-2 %	-2 %
<i>Volum</i>	144 664	146 111	147 572	149 047	150 538
	7 %	1 %	1 %	1 %	1 %
Driftsinntekter og driftskostnader					
Driftsinntekter	10 690 387	10 581 345	9 404 700	9 308 772	9 213 822
Driftskostnader	- 7 355 846	- 7 132 228	- 7 203 551	- 7 130 074	- 7 057 348
Driftskostnader pr kg	50,8	48,8	48,8	47,8	46,9
	-5 %	-4 %	0 %	-2 %	-2 %
EBITDA	3 334 541	3 449 117	2 201 149	2 178 697	2 156 474
EBITDA - margin	31 %	33 %	23 %	23 %	23 %
Investering	- 748 327	- 740 694	- 658 329	- 651 614	- 644 968
	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %
Endring arbeidskapital	230 895	49 069	529 491	43 168	42 727
	45 %	45 %	45 %	45 %	45 %
Kontantstrøm før skatt	2 817 109	2 757 491	2 072 310	1 570 251	1 554 234
Skatt lang sikt	20 %				
Skatt kort og mellomlang sikt	15 %	- 387 932	- 406 263	- 231 423	- 229 062
Kontantstrøm etter skatt	2 429 177	2 351 228	1 840 887	1 341 188	1 327 508
Inntekt på investering i tilknyttede selskap	263 675	272 735	174 053	172 278	170 521
Kontantstrøm etter skatt inkl. tilknyttede selskap	2 692 852	2 623 963	2 014 941	1 513 466	1 498 029

Tabell 7-5 - Kontantstrøm pessimistisk scenario - kort sikt

Pessimistisk scenario		Mellomlang sikt						Lang sikt
Tall i NOK 1000	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	
Laksepris	45,9	45,9	46,4	46,8	47,3	47,8		
	0 %	0 %	1 %	1 %	1 %	1 %		
Volum	150 538	150 538	150 538	150 538	150 538	150 538		
	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %		
Driftsinntekter og driftskostnader								
Driftsinntekter	9 213 822	9 213 822	9 305 960	9 399 020	9 493 010	9 587 940	9 731 759	
							1,5 %	
Driftskostnader	- 7 198 495	- 7 342 465	- 7 489 314	- 7 639 100	- 7 791 882	- 7 947 720	- 8 067 628	
Driftskostnader pr kg	47,8	48,8	49,8	50,7	51,8	52,8		
	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %		
EBITDA	2 015 327	1 871 358	1 816 646	1 759 920	1 701 128	1 640 220	1 664 131	
EBITDA - margin	22 %	20 %	20 %	19 %	18 %	17,1 %	17,1 %	
Investering	- 552 829	- 552 829	- 558 358	- 563 941	- 569 581	- 575 276	- 437 929	
	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	4,5 %	
Endring arbeidskapital	-	-	41 462	41 877	42 296	42 719	64 719	
	45 %	45 %	45 %	45 %	45 %	45 %	45 %	
Kontantstrøm før skatt	1 462 498	1 318 528	1 216 827	1 154 102	1 089 252	1 022 225	1 161 483	
Skatt lang sikt	20 %							
Skatt kort og mellomlang sikt	15 %	- 219 375	- 197 779	- 188 743	- 179 397	- 169 732	- 159 742	
Kontantstrøm etter skatt	1 243 123	1 120 749	1 028 083	974 705	919 520	862 484	916 243	
Inntekt på investering i tilknyttede selskap	159 360	147 975	143 649	139 164	134 515	129 698	131 589	
Kontantstrøm etter skatt inkl. tilknyttede selskap	1 402 483	1 268 724	1 171 732	1 113 869	1 054 034	992 182	1 047 832	

Tabell 7-6 - Kontantstrøm pessimistisk scenario - mellomlang og lang sikt

7.3 Sannsynlighetsvekt for scenariene

Det nøytrale anslaget er hovedscenariet, og tillegges en vekt på 60 %. Optimistisk og pessimistisk scenario tillegges en vekt på 20 % hver.

8. Avkastningskrav

For å få tilgang til kapital er virksomheten avhengig av å gi investorer minst like god avkastning på kapitalen som deres alternative investeringsmuligheter. Avkastningen skal kompensere for inflasjon, tidsverdi og risiko. De ulike finansieringskildene vil ha ulike krav til forventet avkastning, ettersom de bærer ulik risiko (Kaldestad & Møller, 2016, s. 152). For å komme frem til total kapitalavkastningskravet (Weighted Average Cost of Capital, «WACC») beregner en et veid gjennomsnitt av avkastningskravet til kreditor og eier, med følgende formel (Kinserdal, 2017f; Kaldestad & Møller, 2016, s. 153):

$$WACC = R_e \frac{E}{E + NFG} + R_g (1 - s) \frac{NFG}{E + NFG}$$

NFG = markedsverdi av netto finansiell gjeld

E = markedsverdi av egenkapital

R_e = selskapets egenkapitalkostnad

R_g = selskapets gjeldskostnad

s = nominell selskapsskatt

Avkastningskravet til total kapitalen benyttes i den fundamentale verdsettelsen som diskonteringsrente for de fremtidige kontantstrømmene. Summen av de diskonterte kontantstrømmene etter skatt utgjør virksomhetsverdien (Kaldestad & Møller, 2016, s. 153). For å komme frem til avkastningskravet til total kapitalen vil jeg først estimere avkastningskravet til egenkapitalen, dernest til netto finansiell gjeld. Det er viktig å presisere at analysen dreier seg om å finne et fremtidig avkastningskrav, som har relevans i forhold til de prognostiserte kontantstrømmene til SalMar fra kapittel 7.

Som beskrevet i kapittel 7.2.1 og PESTEL-analysen er den internasjonale trenden at den nominelle skattesatsen avtakende. I 2018 er satsen 23 % i Norge, og jeg forutsatte i kapittel 7.2.1 at skattesatsen reduseres til 20 % på lang sikt. Jeg velger å ta utgangspunkt i en nominell skattesats på kort og mellomlang sikt på 22 %, og 20 % på lang sikt.

8.1 Avkastningskrav til egenkapitalen

Kapitalverdimodellen (Capital Asset Pricing Model, «CAPM») er den mest benyttede metoden for å estimere avkastningskravet til egenkapitalen (Kaldestad & Møller, 2016 s. 154). Modellen forutsetter at investoren er veldiversifisert, og derfor ikke eksponert for bedriftsspesifikk risiko (Knivsflå, 2018d). En kommer frem til avkastningskravet til egenkapitalen ved følgende formel (Kaldestad & Møller, 2016, s. 156):

$$R_e = R_f + \beta_{EK}(R_m - R_f)$$

R_f = risikofri rente (etter skatt)

β_{EK} = egenkapitalbeta

R_m = avkastning på markedsportefølje

$R_m - R_f$ = markedets risikopremie

Jeg vil videre se nærmere på de ulike komponentene i CAPM, som grunnlag for å estimere avkastningskravet til egenkapitalen.

8.1.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten tilsvarer avkastning på en investering som ikke har konkurs- eller mislighetsrisiko. Et eksempel på en tilnærmet risikofri investering er Norske statsobligasjoner. Norges finansielle posisjon bidrar til at en investor hverken trenger å prise inn konkurs- eller misligholdsrisiko. Norske statsobligasjoner er derfor en godt egnet proxy på risikofri rente. Kaldestad og Møller (2016, s. 157) argumenterer for at den viktigste problemstillingen når en skal finne risikofri rente blir om en skal ta utgangspunkt i lang eller kort rente for statsobligasjoner.

Fordeler med korte renter er at de er tilnærmet risikofrie, herunder er de ikke påvirket av hverken likviditetspremie eller risikopremie knyttet til inflasjonsrisiko. Ulemper er at den korte renten er mer volatil, og følgelig blir avkastningskravet mer ustabil over tid. Fordelen med lang rente er at den er mer stabil, og derav gir et mer stabilt avkastningskrav. Ulempen er at den langsiktige renten ikke er risikofri, ettersom den omfatter både en likviditetspremie og premie for inflasjonsrisiko (Kaldestad & Møller, 2016, s. 157).

I praksis er den langsiktige 10-årsrenten for statsobligasjoner mye brukt forutsatt at likviditetspremien og inflasjonsrisikoen er relativt beskjedent og at kontantstrømmene er relativt jevnt fordelt (Kaldestad & Møller, s. 159). På verdsettelsestidspunktet fordeler statsobligasjonsrenten på Norske statsobligasjoner seg slik:

Verdsettelsestidspunkt	02.03.2018		
Statsobligasjon	3 år	5 år	10 år
Sats	1,09	1,47	2,02

Tabell 8-1 – Statsobligasjonsrente (Norges Bank, 2018a)

Som en ser av tabellen er 10-års renten noe høyere enn 3- og 5-års renten. Hvilken periode jeg tar utgangspunkt i vil derfor ha betydning for avkastningskravet. Den risikofrie renten blir ca. 0,9 prosent høyere dersom jeg tar utgangspunkt i renten på statsobligasjoner som utløper om 10 år (2 %), fremfor om 3 år (1,1 %).

En vektet kontantstrøm for de ulike scenariene under kapittel 7, viser at en relativt stor andel av kontantstrømmen i den eksplisitte prognoseperioden (totalt 11 år) kommer de første tre årene, ca. 37 %. Deretter er kontantstrømmen relativt jevnt fordelt. Som følge av at en høy andel av den prognostiserte kontantstrømmen kommer tidlig tar jeg utgangspunkt i at den risikofrie renten ligger noe under 10-årsrenten. Jeg benytter derfor 1,8 % som risikofri rente før skatt på kort og mellomlang sikt.

Den prognostiserte kontantstrømmen på lang sikt (terminalverdien) utgjør ca. 63 % av den sannsynlighetsvektede kontantstrømmen fra kapittel 7. Følgelig vil endelig verdiestimat være sensitivt for den risikofrie renten jeg legger til grunn på lang sikt. Påvirkningen den risikofrie renten på lang sikt har på verdiestimatet vil bli estimert i sensitivitetsanalysen i kapittel 10. Som konsekvens vil jeg estimere langsiktig risikofri rente separat, og legge denne til grunn for et eget avkastningskrav på lang sikt.

Som nevnt under økonomiske forhold i PESTEL-analysen er renten i dag lav, noe som har vært tilfellet siden finanskrisen. Den gjennomsnittlige årlige renten for 10-års statsobligasjoner i perioden 2000-2017 var ca. 3,8 %, mens den for 2008-2017 var ca. 2,7 % (Norges Bank, 2018a). I perioden 2000-2017 har inflasjonen i Norge målt ved konsumprisindeksen vært på i snitt 2 % (Statistisk sentralbyrå, 2018). Dette samsvarer med

inflasjonsmålet som nylig er endret til 2 % (ref. kapittel 6.2.2), noe jeg har lagt til grunn for prognosen på lang sikt. På lang sikt legger jeg til grunn en risikofri rente på 3,8 %.

8.1.2 Egenkapitalbeta

Beta måler den enkelte aksjes relative volatilitet i forhold til aksjemarkedet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 160). Den er derfor et relativt mål på den systematiske risikoen ved å investere i egenkapitalen til virksomheten (Knivsflå, 2018d). Når beta er lik 1, svinger aksjen i takt med aksjemarkedet. Aksjeprisen til virksomheter som er sensitiv for endringer i aksjemarkedet, vil ha betaverdi høyere enn en. Dette er typisk luksusvarer. Motsatt vil virksomheter som er mindre sensitiv for endringer i aksjemarkedet ha betaverdi lavere enn en. Lavere beta gir følgelig redusert systematisk risiko, noe som alt annet like reduserer avkastningskravet til egenkapitalen.

Betaen vil naturligvis avhenge av hvilken indeks en sammenligner mot. En ulempe med Oslo Børs er at den i praksis er en oljeindeks, og derfor ikke gjenspeiler en veldiversifisert portefølje (Kaldestad & Møller, 2016, s. 162). Jeg vil derfor måle egenkapitalbetaen til SalMar mot en bred indeks. MSCI World Index (MSCI WI) er et eksempel på en bred indeks. Den måler aksjekursutviklingen til mellomstore og store selskaper i 23 land med velfungerende markeder (MSCI, 2018).

Analyseperioden spenner tilbake til 2012, tilsvarende analyseperioden fra regnskapsanalysen. Dette gir relevante data, men kan kritiseres for å ikke fange opp samvariasjonen mellom de komparative selskapene og indeksen i både oppgangs- og nedgangstider. Jeg har valgt å utelate februar 2018 fra betaberegningen. Bakgrunnen er at SalMar i februar 2018 har opplevd en kraftig økning i markedsverdi, tilsvarende ca. 35 %. MSCI WI har i samme periode hatt en nedgang på 3,7 %. Den ekstreme endringen i februar 2018 reduserer SalMar sin egenkapitalbeta til 0,02 for hele analyseperioden. Formålet med analysen av historisk beta er ikke å gjengi historisk beta, men å benytte den som et utgangspunkt for fremtidig beta. Derfor utelates februar 2018, ettersom det ekstreme utslaget ikke harmonerer med den forventede kontantstrømmen og vekstforutsetningene for fremtiden.

Kaldestad og Møller (2016, s. 165) anbefaler å estimere beta ved hjelp av en tre-trinns modell. I modellen tas det utgangspunkt i egenkapitalbetaen til sammenlignbare selskap. Trinn 1 omfatter å identifisere egenkapitalbetaen til sammenlignbare selskaper. For å komme frem til egenkapitalbetaen divideres kovariansen mellom aksjen og aksjemarkedet på variansen i aksjemarkedet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 160):

$$\text{Egenkapitalbeta: } \beta_E = \left(\frac{\text{Kovarians aksje og markedsportefølje}}{\text{Varians markedsportefølje}} \right)$$

I trinn 2 konverteres den observerte egenkapitalbetaen om til en forretningsbeta, betaen selskapene ville hatt ved 100 % egenkapitalfinansiering. Effekten er at en får justert for effekter knyttet til ulik finansieringsgrad, ettersom egenkapitalbeta øker i takt med økt gjeldsgrad. Jeg benytter da følgende formel og hensyntar markedsverdien av egenkapital og gjeld (Kaldestad & Møller, 2016, s. 161):

$$\beta_U = \beta_E \left(\frac{E}{EV} \right)$$

β_U = forretningsbeta («unlevered beta»)

E = markedsverdi av egenkapitalen

EV = virksomhetsverdi (E – netto finansiell gjeld)

Markedsverdien av egenkapitalen til SalMar gir en svært høy egenkapitalandel på 95,3 %. Med bakgrunn i fremtidsprognosen legger jeg til grunn at egenkapitalandelen ikke vil endre seg vesentlig. Jeg finner det derfor rimelig å anta at den finansielle gjeldsbetaen er null.

I trinn 3 konverteres forretningsbetaen om til en egenkapitalbeta basert på gjeldsgraden til valgt virksomhet, slik (Kaldestad & Møller, 2016, s. 161):

$$\beta_E = \beta_U \left(\frac{EV}{E} \right)$$

Dette gir en justert historisk egenkapitalbeta for SalMar på 0,54 for valgt analyseperiode.

	SalMar	Lerøy	Marine Harvest	NRS	Grieg	Snitt
Egenkapitalbeta	0,30	0,36	0,50	0,85	0,63	
Egenkapitalandel	95 %	93 %	89 %	91 %	81 %	
Forretningsbeta		0,33	0,44	0,77	0,51	0,51
Egenkapitalbeta	0,54					

Tabell 8-2 - Justert historisk egenkapitalbeta SalMar (2012-2018)

Svakheten med analyseperioden er at den i realiteten kun dekker en periode med relativt sammenhengende oppgang, både for indeksen og oppdrettsbransjen. Herunder har de komparative selskapene sin aksjepris steget langt mer enn hva tilfellet er for indeksen. I enkelte perioder er betaen negativ for SalMar, ved at aksjeprisen stiger mens indeksen faller (motsyklisk). Dette trekker ned betaverdien for valgt periode. Utvider jeg analyseperioden tilbake til 2008 får jeg en forretningsbeta på 0,99.

Damodaran (2018a) estimerer en gjennomsnittlig global egenkapitalbeta for selskaper innenfor matprosessering til 0,81. Kategorien matprosessering er valgt ettersom Damodaran (2018c) har inkludert SalMar og de komparative selskapene i utvalget. Ettersom mat er et nødvendighetsgode er det naturlig med noe lavere volatilitet enn markedet for øvrig. Laks er imidlertid en relativt kostbar kilde til protein, og som jeg viste i figur 2-3 har den hatt en markant høyere prisvekst enn andre sammenlignbare proteinkilder. Ved resesjon, er det derfor naturlig at forbruket av laks reduseres, da det ikke er byttekostnader mot andre rimeligere matvarer. Motsatt vil laks gjerne øke mer i pris ved vekst så lenge den beholder status som et eksklusivt produkt. Det taler for en høyere beta enn snittet for matprosessering.

Den sannsynlighetsvektede kontantstrømmen for SalMar fra kapittel 7 tilsier en langt mer moderat og stabil vekst fremover enn hva tilfellet har vært historisk. Jeg argumenterer i den strategiske analysen for at befolkningsvekst og en forventet fremvoksende middelklasse er viktige drivere for etterspørselen etter laks fremover. Denne faktoren vil alt annet like bidra til vekst både for laks, matproduksjon og annen industri. Argumentet taler for en beta som er nærmere den generelle markedsutviklingen.

Videre har jeg i den prognostiserte kontantstrømmen ikke lagt til grunn vesentlige strategiendringer for SalMar. SalMar har som jeg tidligere har beskrevet en relativt lav andel videreforedlingsvirksomhet, og er svært eksponert mot ren oppdrettsvirksomhet. Dette gir

lavere diversifisering enn de andre selskapene, og en vil derfor kunne forvente at SalMar sin aksjepris vil være mer volatil for endringer i laksepris. Lavere diversifisering taler for noe høyere beta for SalMar.

Med utgangspunkt i historisk forretningsbeta som varierte mellom 0,54 og 0,99 avhengig av analyseperiode, Damodaran (2018a) sin forretningsbeta på 0,81, forventet fortsatt høy egenkapitalandel og øvrige argumenter ovenfor legger jeg til grunn en egenkapitalbeta for SalMar på 0,9.

8.1.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er meravkastningen finansielle investorer i aksjemarkedet forventer sammenlignet med risikofri rente. Ulike metoder kan benyttes for å utlede markedspremien. Den mest utbredte er å se på historisk risikopremie (Kaldestad & Møller, 2016, s. 166). Dimson, Marsh og Staunton (2018, s. 17) kommer frem til en markedspremie på 3,6 % for et utvalg på 21 utviklede land i perioden 1900-2017. Det er stor variasjon mellom landene i utvalget, hvor markedspremien eksempelvis er beregnet til ca. 2,5 % for Norge. Det er gjerne variasjoner knyttet til resultatene fra slike undersøkelser, da de avhenger av tidsperioder, indekser de måles mot og målemetode (Kaldestad & Møller, 2016, s. 167). En analyse av Knivsflå (2018d) som analyserer markedspremien i Norge kommer frem til en normalisert risikopremie etter skatt på henholdsvis 6,9 % for 1958-2017 og 4,1 % for 2012-2017. Med en vekt på 2/3 for den siste perioden (2012-2017) kommer han frem til et estimat på 5 % for markedspremien fremover.

En annen metode for å komme frem til markedspremien er spørreundersøkelser blant investorer og akademikere. Dette baserer seg på markedsaktørers syn fremover (Kaldestad & Møller, 2016, s. 169). I en spørreundersøkelse av PWC (2017) basert på 96 respondenter tilknyttet Norske Finansanalytikerens Forening estimeres en markedspremie på 5 %.

Jeg legger til grunn en markedspremie etter skatt på 5 % på kort, mellomlang og lang sikt.

8.1.4 Avkastningskrav til egenkapitalen

Resultatene fra kapittel 8.1.1 – 8.1.3 gir følgende avkastningskrav til egenkapitalen:

$$R_e = R_f + \beta_{EK}(R_m - R_f)$$

Kort og mellomlang sikt: $1,8 \% (1 - 0,22) + 0,9 (5 \%) = 5,9 \%$

Lang sikt: $3,8 \% (1 - 0,20) + 0,9 (5 \%) = 7,5 \%$

Risikofri rente justeres for skatt (22 % på kort og mellomlang sikt, 20 % på lang sikt), mens markedspremien allerede er en etter-skatt beregning.

I neste delkapittel vil jeg estimere et avkastningskrav til netto finansiell gjeld, som sammen med avkastningskravet til egenkapitalen danner grunnlaget for avkastningskravet til totalkapitalen.

8.2 Avkastningskrav til netto finansiell gjeld

8.2.1 Kredittrisikopremie

Kredittrisikopremie refererer til premien finansinstitusjoner tar for å låne ut penger til en virksomhet sammenlignet med risikofri rente, ettersom lånet innebærer en risiko for mislighold. Det finnes ulike innfallsvinkler for å estimere selskapets kredittrisikopremie. Et alternativ er å ta utgangspunkt i renten selskapet betaler i dag. En ulempe med dette er at renten selskapet betaler på lånene i dag gjerne gjenspeiler kredittrisikoen da lånet ble tatt opp. Metoden kan allikevel tjene som et estimat dersom det er få indikasjoner på forhold som har endret seg siden lånet ble tatt opp (Kaldestad & Møller, 2016, s. 175).

SalMar (2015, 2016, 2017a) har flytende rente på hele låneporteføljen, hvilket innebærer «per tid betingelser». Å ta utgangspunkt i renten SalMar betaler i dag vil derfor kunne være egnet som et estimat på dagens kredittrisikopremie. Videre utgjør netto finansiell gjeld fra den omgrupperte balansen ved utgangen av 2017 kun 4,7 % av markedsverdien til SalMar. Mindre endringer i avkastningskravet til netto finansiell vil derfor i svært liten grad påvirke avkastningskravet til totalkapitalen. Jeg vurderer derfor rentekostnaden som et hensiktsmessig estimat for kredittrisikopremie, sammenlignet med mer tidkrevende metoder. Før jeg konkluderer med en endelig kredittrisikopremie vil jeg supplere estimatet med tommelfingerregler Kinserdal (2017f) foreslår for kredittrisikopremie i Norge.

Dersom jeg ser på SalMar sine lånekostnader i perioden 2014 – 2016 som andel av rentebærende gjeld og sammenligner de med det årlige snittet for renten på statsobligasjoner, får jeg følgende resultat:

	2014	2015	2016	2017	Snitt
Rentebærende gjeld	2 468 229	2 901 793	2 637 768	1 386 868	
<i>Endring fra foregående periode</i>	- 338 370	433 564	- 264 025	- 1 250 900	
Betalte renter	124 193	98 780	106 328		
Gjennomsnittlig rente	5,03 %	3,40 %	4,03 %		4,16 %
Statsobligasjon 10 år	2,52 %	1,57 %	1,33 %	1,64 %	
Kredittrisikopåslag	2,51 %	1,83 %	2,70 %		2,35 %

Tabell 8-3 - gjennomsnittlig gjeldskostnad SalMar 2014 – 2016

Analysen tar utgangspunkt i rentebærende gjeld på balansedatoen, og kan derfor avvike fra gjennomsnittlig rentebærende gjeld gjennom året, som rentekostnaden hensyntar. I år der gjelden reduseres vil den gjennomsnittlige renten være høyere (2014, 2016 og 2017), mens det motsatte vil være tilfelle for år med låneopptak (2015). Dette forutsetter jevnt låneopptak gjennom året. 2017 er utelatt da kvartalsrapporten kun rapporterer netto rentekostnader, samt at den rentebærende gjelden nærmest er halvert gjennom året. Snittet for perioden vil allikevel kunne tjene som et godt estimat for de gjennomsnittlige rentekostnadene. Når jeg justerer hvert av årene med gjennomsnittlig årlig 10-årsrente på statsobligasjoner kommer jeg frem til en gjennomsnittlig kredittrisikopremie på 2,35 %. Imidlertid er netto finansiell gjeld kraftig redusert i perioden 2014-2016, som vist i tabell 5-1 fra den omgrupperte balansen. Samtidig har markedsverdien til SalMar økt kraftig. Den økte egenkapitalandelen taler for en lavere kredittrisikopremie enn snittet for 2014-2016.

Kinserdal (2017f) argumenterer som nevnt med at en kan benytte en tommelfingerregel for kredittrisikopremie. Denne tar utgangspunkt i en kredittrisikopremie for virksomheter med over 50 % egenkapital i en sunn/moden bransje på 1 % i normale tider, og 2 % i unormale tider. Virksomheter med lavere egenkapitalandel, eller som opererer i en mer syklisk bransje kan henholdsvis tillegges en kredittrisikopremie på 2 % i normale og 3-4 % i unormale tider.

SalMar har høy egenkapitalandel, noe som taler for et lavt påslag. Jeg forutsetter at forholdet mellom markedsverdien av egenkapitalen og gjelden til SalMar er uendret i fremtiden. Dette er normalt en rimelig forutsetning når en estimerer WACC. Bakgrunnen er Miller-Modigliani-hypotesen, som viser til at WACC er upåvirket av finansieringsstruktur. For at

hypotesen skal holde er det en forutsetning at selskapets ledelse, til tross for høy egenkapitalandel, ikke lar seg friste til å investere i mindre lønnsomme prosjekter. Med mindre lønnsomme prosjekter, menes prosjekter som ville blitt avvist ved høyere gjeldsandel, da høy gjeld ofte er disiplinerende (Kaldestad & Møller, 2016, s. 178). Jeg legger til grunn at Miller-Modigliani holder for SalMar, da jeg forventer høy kostnadsdisiplin hos selskapets ledelse. Dette begrunnes med analysen av driftskostnader i kapittel 6. Her ble det presentert at SalMar har lavere driftskostnader enn de komparative selskapene, samt at SalMar (2017a) selv hevder å ha vært anerkjent som det mest kostnadseffektive børsnoterte oppdrettsselskapet

Hva som ligger i begrepet «unormale tider» er vanskelig å definere. For fremtidsprognosen kan en trolig legge til noe politisk uro, samt en gradvis normalisering av rentenivået. Jeg legger til grunn at situasjonen tilsier noe høyere kredittrisikopremie enn tommelfingerregelen for normale tider. Videre er oppdrettsbransjen som nevnt preget av noe syklikalitet, som trekker opp kredittrisikopremien.

Med utgangspunkt i gjeldende lånebetingelser, samt Kinserdal (2017f) sine tommelfingerregler, legger jeg til grunn en kredittrisikopremie på 1,5 % før skatt.

8.2.2 Avkastningskrav til netto finansiell gjeld

Resultatet fra analysen under 8.2.1 gir følgende avkastningskrav til netto finansiell gjeld:

$$R_g = (R_f + \text{Kredittrisiko})$$

$$\text{Kort og mellomlang sikt: } R_g = 1,8 \% + 1,5 \% = \mathbf{3,3 \%}$$

$$\text{Lang sikt: } R_g = 3,8 \% + 1,5 \% = \mathbf{5,3 \%}$$

8.3 Avkastningskrav til totalkapitalen

Når jeg vekter avkastningskravet til egenkapitalen og netto finansiell gjeld med markedsverdiene av gjeld og egenkapital får jeg følgende avkastningskrav til totalkapitalen:

$$WACC = R_e \frac{E}{E + NFG} + R_g (1 - s) \frac{NFG}{E + NFG}$$

Kort og mellomlang sikt: $5,9 \% \times 95,3 \% + 3,3 \% (1 - 22 \%) 4,7 \% = 5,7 \%$

Lang sikt: $7,5 \% \times 95,3 \% + 5,3 \% (1 - 20 \%) 4,7 \% = 7,4 \%$

Avkastningskravene vil benyttes når jeg i kapittel 9 skal diskontere de fremtidige kontantstrømmene for SalMar etter skatt. Den fundamentale verdien til SalMar vil ventelig være sterkt influert av endringer i avkastningskravet. Særlig vil den være sårbar for de faktorer som inngår i avkastningskravet til egenkapitalen ettersom markedsverdien av egenkapitalen relativt til gjelden er såpass høy. Påvirkningskraften avkastningskravet har på verdiesestimater vil i kapittel 10 analyseres gjennom en sensitivitetsanalyse. Fundamental verdsettelse

Basert på den strategiske analysen og regnskapsanalysen predikerte jeg i kapittel 7 en risikovektet kontantstrøm for SalMar etter skatt. Denne vil jeg nå diskontere med avkastningskravet til totalkapitalen som jeg estimerte i kapittel 8. I terminalåret må jeg i tillegg hensynta vekstfaktoren, som jeg i kapittel 6.2.2 estimerte for de ulike scenariene. Deretter vil jeg trekke fra netto finansiell gjeld fra kapittel 5.2. For å komme frem til et endelig estimat på verdien vil jeg i dette kapitlet vurdere justeringer for premier og rabatter, samt fremførbart underskudd. I tillegg vil jeg supplere verdiesestimater fra den fundamentale verdsettelsen med en komparativ verdsettelse ved bruk av relevante multipler. Til slutt vil jeg gjennomføre en sensitivitetsanalyse, samt en simuleringsanalyse for verdiesestimater før jeg konkluderer med egenkapitalverdien til SalMar på verdsettelsestidspunktet.

8.4 Virksomhetsverdi (EV)

For å komme frem til virksomhetsverdien (enterprise value – «EV») diskonteres de fremtidige kontantstrømmene fra den eksplisitte perioden, samt terminalverdien med avkastningskravet.

Terminalverdien estimeres ved Gordons formel (Kaldestad & Møller, 2016, s. 50):

$$\text{Terminalverdi} = \frac{\text{Kontantstrøm terminalår}}{WACC - g}$$

g = vekst.

Dette gir en virksomhetsverdi på ca. 32 milliarder kroner:

Inndata						
WACC kort og mellomlang sikt	5,7 %					
WACC lang sikt (terminal)	7,4 %					
	Vekst (g)	Sannsynlighet				
Nøytralt scenario	2,5 %	60 %				
Optimistisk scenario	3,5 %	20 %				
Pessimistisk scenario	1,5 %	20 %				
Forventet KS etter skatt	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Kontantstrøm etter skatt	2 610 846	2 968 996	2 426 526	1 777 594	1 788 662	1 746 982
Nåverdi kontantstrøm etter skatt	2 468 968	2 655 084	2 052 050	1 421 575	1 352 695	1 249 379
Forventet KS etter skatt	2024	2025	2026	2027	2028	Terminal
Kontantstrøm etter skatt	1 668 986	1 611 554	1 597 217	1 604 703	1 566 703	37 230 186
Nåverdi kontantstrøm etter skatt	1 128 737	1 030 669	965 990	917 778	847 353	15 835 356
Virksomhetsverdi - EV	31 925 635					

Tabell 8-4 - Estimert EV - Diskonterte kontantstrømmer – sannsynlighetsvektet

8.5 Netto finansiell gjeld

Netto finansiell gjeld trekkes fra virksomhetsverdien, og ble i kapittel 5.2 estimert til 1.564 millioner kroner.

8.6 Premier og rabatter

Justering for premier og rabatter kan bidra til å fange opp forhold som ikke fanges opp av den estimerte verdien fra den fundamentale analysen. Dette er forhold det kan være praktisk å justere for direkte mot egenkapitalverdien fremfor i kontantstrømmen eller avkastningskravet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 276). For SalMar finner jeg ingen fremtredende forhold som jeg mener gir grunnlag for justeringer av betydning.

SalMar har en majoritetseier i Kverva AS som eier i overkant av 50 % av aksjene i selskapet (SalMar 2017a). Dette kan gi opphav til en minoritetsrabatt. Imidlertid vektlegger jeg ikke dette hensynet ettersom Kverva AS har hatt en stabil eierandel i selskapet gjennom hele analyseperioden. Eierskapet driver derfor selskapet på en måte som er hensyntatt i den fremtidige kontantstrømmen.

Finansielt stress betegner en situasjon hvor en virksomhet ikke er i stand til å refinansiere. Kreditorerne vil følgelig ta høye marginer, og aksjekursen vil reflektere blant annet konkursrisiko (Kaldestad & Møller, 2016, s. 289). Framtidsscenariene og den relativt lave kredittrisikopremien fra avkastningskravet tilsier at det er svært lite sannsynlig at SalMar vil oppleve finansielt stress, selv om det aldri kan utelukkes.

8.7 Fremførbart underskudd

SalMar (2018a) har ikke opplyst om, eller balanseført verdi knyttet til fremførbart underskudd. Utsatt skatt er i kapittel 5.2 behandlet som driftsrelatert, herunder har jeg definert nåverdien til null ettersom jeg forutsetter at SalMar er et selskap i vekst.

8.8 Verdi av egenkapitalen

Den fundamentale verdsettelsesmetoden resulterer dermed med følgende punkttestimat for verdien av egenkapitalen til SalMar per 02. mars 2018:

Virksomhetsverdi - EV	31 925 635
Virksomhetsverdi - EV	31 925 635
Netto finansiell gjeld	-1 564 486
Premier og rabatter	0
Fremførbart underskudd	0
Egenkapitalverdi	30 361 149
Aksjepris	268

Tabell 8-5 - Egenkapitalverdi 2. mars 2018 fundamental verdsettelse.

Punkttestimatet over er et vektet snitt av de ulike scenariene, som hver for seg gir følgende punkttestimat for verdien av egenkapitalen på verdsettelsestidspunktet:

	Nøytralt	Optimistisk	Pessimistisk
Virksomhetsverdi - EV	29 385 131	50 534 297	20 938 485
Netto finansiell gjeld	-1 564 486	-1 564 486	-1 564 486
Premier og rabatter	0	0	0
Fremførbart underskudd	0	0	0
Egenkapitalverdi	27 820 645	48 969 811	19 373 998
Aksjepris	246	432	171

Tabell 8-6 - Egenkapitalverdi 2. mars 2018 ulike scenario.

Markedsverdien til SalMar var per 2. mars 2018 ca. 31,5 milliarder kr, som avviker med ca. 4 % sammenlignet med resultatet av den fundamentale verdsettelsen. Den fundamentale verdsettelsen bygger på en rekke forutsetninger og estimater. Noen av disse har betydelig usikkerhet, hvor selv små endringer kan slå kraftig ut på verdiestimatet. Før jeg konkluderer med et endelig estimat på egenkapitalverdien, vil jeg i neste kapittel supplere med komparativ verdsettelse og deretter gjennomføre en sensitivitets- og simuleringsanalyse for verdiestimatet.

9. Rimelighetsvurdering av verdi

Verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen er svært følsomt for sentrale forutsetninger. Dette kommer blant annet frem når en ser det store spriket i verdiestimatet for de ulike scenariene som inngår i den risikovektede kontantstrømmen. Som konkludert med i kapittel 3.4 vil jeg supplere den fundamentale verdsettelsen med komparativ verdsettelse ved bruk av relevante multipler. I tillegg vil jeg avstemme resultatet med en sensitivitetsanalyse og en simuleringsanalyse. Hensikten er å skape et bedre grunnlag for å forstå usikkerheten i verdiestimatet, samt påvirkningskraften til den enkelte variabel. Resultatet fra analysene vil være et viktig bidrag når avslutningsvis skal konkludere med et endelig verdiestimat.

9.1 Komparativ verdsettelse - multiplikatormodellen

Multiplikatormodellen verdsetter selskapet basert på den relative prisingen av andre selskaper. Jeg argumenterte i kapittel 3.2 for styrker og svakheter med multiplikatormodellen. Oppsummert er styrkene ved modellen at den er enkel og lite tidkrevende, samt tar utgangspunkt i markedets verdsettelse. Ulempene knytter seg gjerne til at en har mindre kontroll på forutsetningene, den preges av markedets «humør», samt at metoden lett kan manipuleres.

Jeg vil beregne multiplene til SalMar og de komparative selskapene med utgangspunkt i de normaliserte regnskapstallene og de omgrupperte balansene for 2017. Kinserdal (2017g) anbefaler EBIDTA-multipler ettersom de er uavhengige av avskrivningsprofil, goodwill, opp/nedskrivning og tilfeldige finansinntekter. I tillegg til EV/EBITDA vil jeg supplere med EV/EBIT ettersom de dels utfyller hverandre sine svakheter.

Et problem med EBIT og EBITDA-multiplene er at det kan oppstå inkonsistens mellom teller og nevner når selskap har eiendeler i andre selskaper hvor inntekten ikke hensynstas i EBITDA (Damodaran, 2016, s. 13). Problemet er aktuelt i denne sammenheng, da jeg har klassifisert eiendeler i tilknyttede selskap som en operasjonell eiendel i balansen, men ikke hensyntatt inntekten i EBIT eller EBIDTA. For å sikre konsistens i beregning av multiplene vil jeg derfor justere slik at beregningen hensyntar inntekt fra investering i tilknyttede selskap i EBIT og EBIDTA.

9.1.1 EV/EBITDA

Kinserdal (2017g) samt Kaldestad og Møller (2016, s. 231) argumenterer som nevnt for bruk av EBITDA-multipler da de er uavhengige av avskrivningsprofiler, goodwill, opp- og nedskrivning, samt tilfeldige finansinntekter. Metoden legger til rette for å sammenligne den underliggende driften på selskapene. Ettersom investeringsbehovet ignoreres i EBITDA må den brukes sammen med andre multipler (Kaldestad & Møller, s. 232).

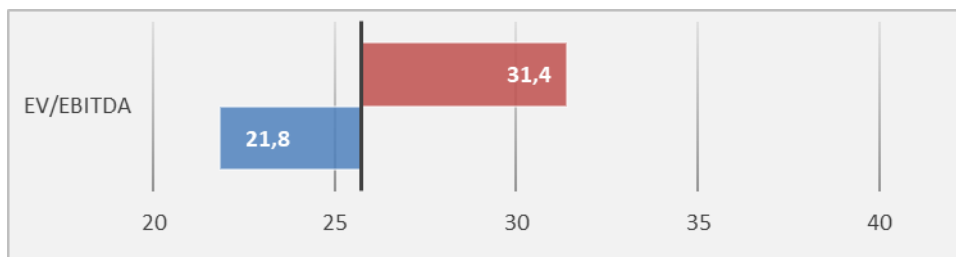
Som tabellen under viser gir den gjennomsnittlige EV/EBITDA-multippelen for de sammenlignbare selskapene et estimat for egenkapitalverdien som er ca. 8 % lavere enn resultatet fra den fundamentale verdsettelsen:

EV/EBITDA	SalMar	Lerøy Seafood	Marine Harvest	Norway Royal Salmon	Grieg Seafood	Snitt eks. SalMar
EV/EBITDA	8,7	6,5	8,8	9,2	8,5	8,2
EBITDA	3 580 800					
Netto finansiell gjeld	-1 564 486					
EK-verdi snitt	27 948 348					

Tabell 9-1 - EV/EBITDA - multippel

Multippelen tar utgangspunkt i markedsverdien til selskapene per 2. mars 2018. Markedsverdien til selskapene er i snitt ca. 11 % høyere enn ved utgangen av 2017, noe som kan tyde på at «humøret» i markedet er godt. Videre trekkes multippelen noe ned av Lerøy Seafood, som ut fra multippelen kan synes lavt priset.

Figuren under viser det store spennet i aksjepris avhengig av om jeg tar utgangspunkt i den høyeste eller laveste multippelen fra de sammenlignbare selskapene. Videre kan den indikere oppsidepotensial:



Figur 9-1 - EV/EBITDA høyeste og laveste estimat (milliarder kroner)

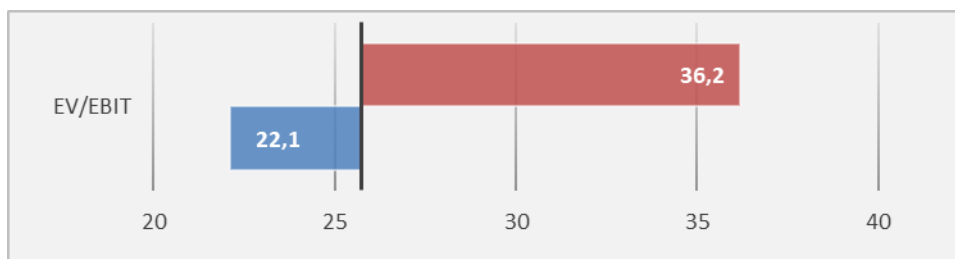
9.1.2 EV/EBIT

Den vesentligste ulempen med EV/EBITDA–multippelen er som nevnt at den ignorerer investeringsbehovet. EV/EBIT-multippelen tar i større grad hensyn til investeringsbehovet, ettersom den hensyntar avskrivninger. Som argumentert for i kapittel 6.5 er investeringsbehovet gjerne høyere enn avskrivningene. Begrunnelsen var at avskrivningene refererer til historisk kost og gjerne er lave for en bransje i kraftig vekst hvor høy investeringstakt er nødvendig. Imidlertid kan det argumenteres for at ulempen knyttet til investeringer ikke nødvendigvis er av stor betydning i denne sammenligningen. Jeg har ikke funnet noe som tyder på at det er vesentlig forskjell på oppdrettsanleggene til SalMar og de sammenlignbare selskapene. Derfor er det lite som taler for større forskjeller i investeringsnivå knyttet til eksisterende eiendeler. Som tabellen under viser samsvarer i stor grad egenkapitalverdien ved bruk av den gjennomsnittlige EV/EBIT-multippelen for de sammenlignbare med verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen:

EV/EBIT	SalMar	Lerøy Seafood	Marine Harvest	Norway Royal Salmon	Grieg Seafood	Snitt eks. SalMar
EV/EBIT	9,8	7,5	11,9	10,3	10,3	10,0
EBIT	3 162 200					
Netto finansiell gjeld	-1 564 486					
EK-verdi snitt	30 107 740					

Tabell 9-2 - EV/EBIT – multippel

Resultatet fra kapittel 6.5 viser at SalMar for analyseperioden i snitt har hatt noe høyere andel avskrivninger som andel av driftsinntekter enn de komparative selskapene. Imidlertid bidrar SalMar sin høye EBITDA-margin til at avskrivninger som andel av EBITDA er lavere enn gjennomsnittet. Den sterke EBITDA-marginen er analysert i kapittel 6.4. Følgelig har SalMar en lavere EV/EBIT-multippel enn snittet av de sammenlignbare selskapene, til tross for at EV/EBITDA er høyere. Figuren under viser det store spennet i aksjepris avhengig av om jeg tar utgangspunkt i den høyeste eller laveste multippelen fra de sammenlignbare selskapene. I tillegg indikerer den høyere oppside:



Figur 9-2 - EV/EBIT høyeste og laveste estimat

9.1.3 Oppsummering komparativ verdsettelse

De valgte multiplene gir et gjennomsnittlig verdiestimat på ca. 29 milliarder kroner, ca. 4 % lavere enn punkttestimatet fra den fundamentale verdsettelsen. Spennet i verdiestimatet er imidlertid stort avhengig av om jeg tar utgangspunkt i et snitt, laveste eller høyeste multipl for utvalget. En sammenligning av laveste og høyeste multipl indikerer at oppsiden er høyere enn nedsiden. Samtidig viser resultatet at SalMar sin markedsverdi ut fra de valgte multiplene i stor grad korrelerer med snittet av bransjen. Som nevnt har multiplikatormetoden klare begrensninger. I den fundamentale verdsettelsen har jeg hensyntatt ulikheter mellom selskapene i sammenligningen, noe som ikke hensynstas i snittet fra de ulike selskaperes multiplikatorer. Videre har jeg tatt utgangspunkt i markedsverdien på verdsettelsestidspunktet (2. mars 2018), da verdien av SalMar kun var 3,4 % lavere enn 23. februar hvor SalMar sin aksjepris var på sitt hittil høyeste nivå historisk sett. SalMar sin markedsverdi har steget ca. 34 % måneden før verdsettelsestidspunktet (Oslo børs, 2018).

Damodaran (2018b) estimerer en gjennomsnittlig EV/EBITDA og EV/EBIT på henholdsvis 13,01 og 18,41 for selskaper globalt innenfor matprosessering. Resultatene fra analysen viser at SalMar og de andre oppdrettsselskapene har relativt lave multipler. Forventninger til fremtidig vekst kan være et av forholdene som bidrar til lave multipler (Damodaran, 2016, s. 49). Dette kan være en indikasjon på at markedet forventer lavere lønnsomhet for de aktuelle selskapene gjennom redusert EBITDA og EBIT på sikt. Dette samsvarer med resultatet fra den fundamentale verdsettelsen, hvor jeg la til grunn lavere marginer i fremtiden. For EBITDA-multiplene er også investeringsraten relevant, ettersom høyere investeringsrate gjerne leder til en lavere EBITDA-multipl (Damodaran, 2016, s. 49). Dette trekker i

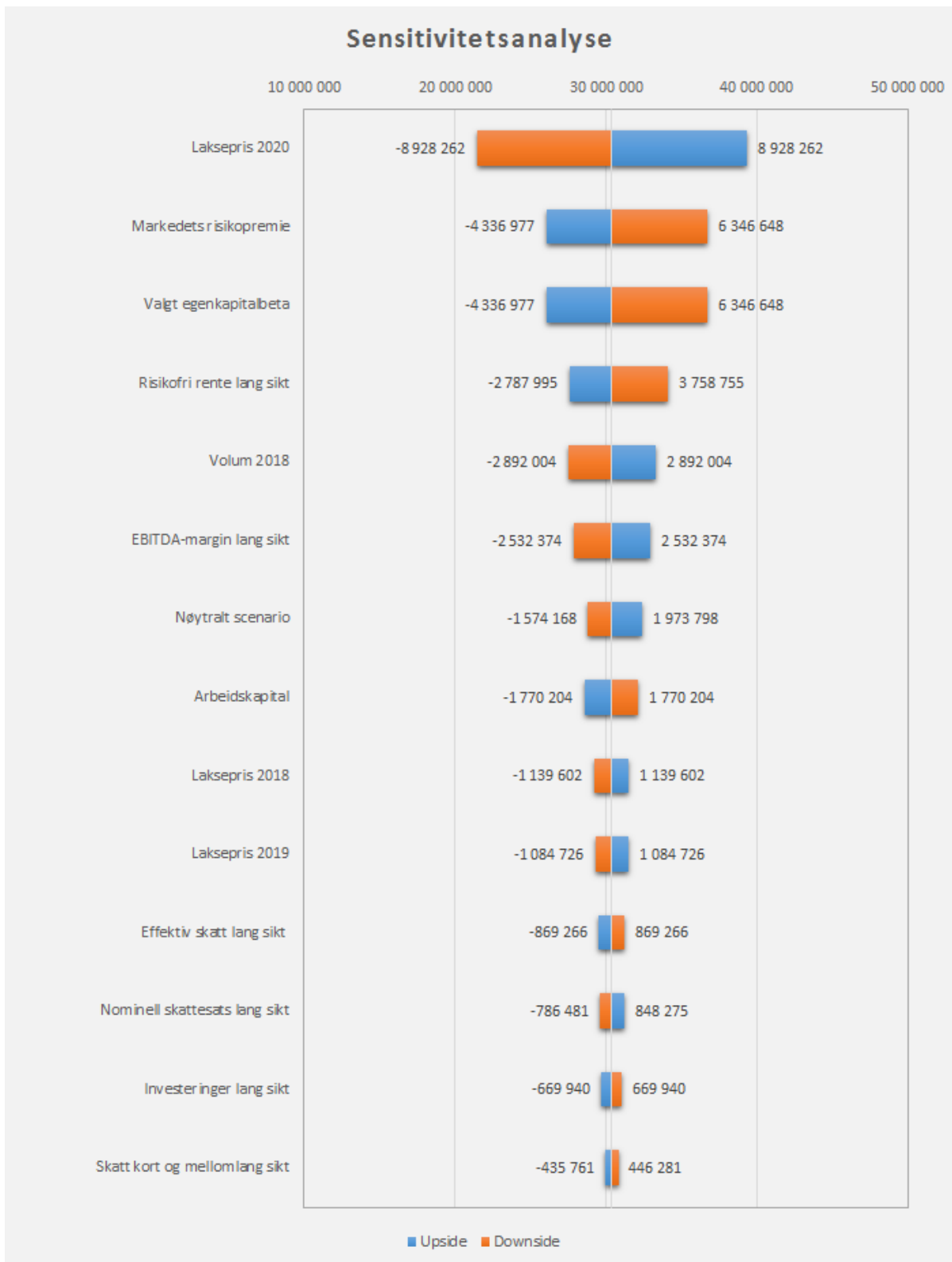
retning av at en for en kapitalintensiv bransje som oppdrettsbransjen kan forvente en noe lavere EBITDA-multippel enn for mindre kapitalintensive bransjer.

Multiplikatormodellen tjener sin hensikt som et godt supplement til den fundamentale verdsettelsen, men vil tillegges liten vekt ved fastsettelse av endelig verdiestimat.

9.2 Sensitivitetsanalyse

Som beskrevet i kapittel 3.1 er den fundamentale verdsettelsesmetoden sensitiv for forutsetningene (variablene) som legges til grunn, herunder vekst, marginer og avkastningskrav. Jeg vil derfor avstemme resultatet med en sensitivitetsanalyse. Analysen bidrar til å få frem hvor mye verdiestimatet endrer seg ved en endring i en enkelt variabel (Penman, 2013, s. 491). Dette vil gi en forståelse for hvilke variabler som er av størst betydning for verdiestimatet. I tillegg vil den gi økt innblikk i usikkerheten i verdsettelsen. Flere av variablene er punkttestimater, som dels baserer seg på skjønnsmessige vurderinger. Dette bidrar til at ulike investorer vil gjøre ulike vurderinger rundt estimatene, og derfor komme frem til ulike verdiestimat. Ut fra funnene i sensitivitetsanalysen vil jeg vurdere å gjøre grundigere analyser for enkeltvariabler, dersom de viser seg å ha større påvirkning på verdiestimatet enn jeg først forutsatte.

En svakhet med sensitivitetsanalysen er at den kun tar for seg endringen i verdiestimatet ved en endring av en enkelt variabel, og derfor ikke en eventuell korrelasjon mellom dem. Eksempelvis vil høy laksepris sannsynligvis bidra til høyere driftskostnader og investeringer, ettersom flere vil ta del i overskuddet og det blir mer attraktivt å investere i økt produksjon. Resultatet av analysen er vist i figuren under, hvor jeg synliggjør endring i egenkapitalverdien når den aktuelle variabelen endres +/- 20 % fra de opprinnelige estimatene:



Figur 9-3 - Tornadodiagram – de 14 variablene med høyest påvirkning på egenkapitalverdien ved +/- 20 % endring i variabelverdi

Figuren viser de 14 variablene med høyest påvirkningskraft. Øvrige variabler er av mindre betydning for verdiestimatet. En økning/reduksjon av øvrige variabler med 20 % ville samlet gitt en opp- og nedside på i underkant av 1 milliard kroner. Resultatet er som forventet, og påvirkningskraften til den enkelte variabel vurderer jeg som relativt proporsjonal med grundigheten i analysen av de enkelte variablene.

Innledningsvis vil jeg påpeke at påvirkningen endringen laksepris i 2020, samt volum i 2018 har på verdiestimatet er kunstig høyt. Eksempelvis kan ikke en 20 % endring i lakseprisen kun for 2020 forsvare en endring av verdiestimatet med ca. 9 milliarder kroner. Bakgrunnen er at jeg har designet verdsettelsesmodellen slik at lakseprisen i perioden 2021-2028 tar utgangspunkt i lakseprisen for 2020, samt at volum 2019-2028 tilsvarende tar utgangspunkt i 2018. En høy laksepris i 2020 vil derfor gi en høyere laksepris i hele den eksplisitte prognoseperioden. Faktoren «laksepris 2020» viser derfor i hvilken grad en 20 % endring av lakseprisen i perioden 2020-2028 alt annet like ville hatt på egenkapitalverdien. Tilsvarende viser «volum 2018» til i hvilken grad en 20 % endring av volumet i 2018-2028 alt annet like ville hatt på egenkapitalverdien.

Lakseprisen er den faktoren som har størst påvirkning på verdiestimatet, herunder «laksepris 2018», «laksepris 2019», og «laksepris 2020». I tillegg er den vesentlig for EBITDA-marginen på lang sikt. Her er det naturligvis høy usikkerhet i prediksjonen, da det som jeg har beskrevet i den strategiske analysen er mange forhold som påvirker prisen.

Videre har egenkapitalbetaen og markedspremien, samt den risikofrie renten på lang sikt høy påvirkningskraft. Disse har stor betydning for avkastningskravet til totalkapitalen. Egenkapitalbetaen og markedspremien får store utslag ettersom egenkapitalandelen er svært høy. Betydningen av den risikofrie renten på lang sikt påvirkes av at terminalverdien utgjør ca. 49 % av selskapsverdien. Terminalverdiens betydning forklarer også den høye påvirkningskraften EBITDA-marginen på lang sikt har på verdiestimatet.

Oppsummert bidrar sensitivitetsanalysen til å avdekke at verdiestimatet for egenkapitalverdien er svært sårbar for endringer i variablene, særlig knyttet til laksepris, sentrale faktorer fra avkastningskravet til egenkapitalen, samt EBITDA-margin på lang sikt. Dette er forventet, og følger argumentet fra kapittel 3.1 om at den fundamentale

verdsettelsesmetoden er svært sensitiv for sentrale forutsetninger knyttet til vekst, marginer og avkastningskrav.

9.3 Simuleringsanalyse

Sensitivitetsanalysen har bidratt til å avdekke verdiestimatets sårbarhet for sentrale forutsetninger, herunder hvilke av dem som har størst påvirkningskraft. En begrensning med sensitivitetsanalysen er at den kun ser på utfallet ved å endre én variabel av gangen, og derfor ikke hensyntar en eventuell korrelasjon mellom dem. For å bedre forstå usikkerheten i verdiestimatet vil jeg derfor gjennomføre en Monte-Carlo simuleringsanalyse. I simuleringsanalysen vil samtlige variabler endre seg i hver trekning. Damodaran (2012, s. 894) argumenterer med at dette er den best egnede metoden for analyse av usikkerheten til verdiestimatet. Simuleringen omfatter å gjøre sentrale forutsetninger om til stokastiske variabler, for da å få en fordeling av verdiestimatet, fremfor et punkttestimat (Knivsflå, 2018e). Jeg vil videre benytte Damodarans (2012, s. 908) fire steg for simuleringsanalysen:

1. Valg av variabler

Det er mange variabler som påvirker verdiestimatet. Heller enn å estimere sannsynlighetsfordeling for alle tenkelige variabler, bør en konsentrere seg om de variablene som har størst påvirkning på verdiestimatet (Damodaran, 2012, s. 908). Jeg vil ta utgangspunkt i sensitivitetsanalysen, hvor jeg identifiserte variablene med størst påvirkningskraft på verdsettelsen. Følgende variabler gjøres om til stokastiske:

- Faktorer relatert til kontantstrøm: Laksepris, volum, endring i arbeidskapital, vekst og effektiv skatt. EBITDA-margin og investeringer defineres kun på lang sikt.
- Faktorer relatert til avkastningskravet: Markedets risikopremie og egenkapitalbeta. Risikofri rente og nominell skattesats defineres kun på lang sikt.

2. Definer sannsynlighetsfordeling for valgte variabler

Dette er den mest krevende, men viktigste delen av analysen ifølge Damodaran (2012, s. 908). Avhengig av den enkelte variabel, vil jeg skjønnsmessig vurdere

sannsynlighetsfordelingen basert på historiske data, fremtidsprognose og økonomisk teori. For faktorer relatert til kontantstrømmen har jeg satt forventningsverdien lik prognosen for det nøytrale anslaget. Tilsvarende har jeg satt forventningsverdien for de finansielle variablene lik de beregnede punkttestimatene fra kapittel 8.

Lakseprisen på kort sikt definerer jeg som en triangulær fordeling. Min-maks verdien settes lik prisene fra det pessimistiske og optimistiske scenariet. På mellomlang sikt definerer jeg lakseprisen som normalfordelt. Standardavviket for lakseprisen var i 2012-2017 24 %, drevet av kraftig prisvekst i 2013 og 2016. Jeg har lagt til grunn en forventning om en lavere og mer stabil pris i fremtiden. Jeg har derfor med utgangspunkt i prognosen definert standardavviket knyttet til laksepris til 6 %.

For slaktet volum har jeg benyttet triangulær fordeling på kort sikt. Min-maks verdiene settes lik volumene fra det pessimistiske og optimistiske anslaget. Volum på mellomlang sikt har jeg definert som normalfordelt. I 2012-2016 var standardavviket 14 %. Volatiliteten har som tidligere beskrevet i stor grad vært et resultat av biologiske utfordringer. I den nøytrale prognosen for volum i kapittel 6.2.2 tar jeg utgangspunkt i at de biologiske utfordringene reduseres, og produksjonsveksten blir derfor mer stabil. Jeg legger til grunn et standardavvik på 5 % på mellomlang sikt.

Endring i arbeidskapital har jeg definert som normalfordelt. Standardavviket i 2012-2017 var på hele 12,5 %. Dette skyldes et ekstremt utslag i 2017. Dersom jeg eliminerer 2017, får jeg for 2012-2016 et standardavvik på 1,8 %. Jeg legger til grunn et standardavvik på 2 % på kort, mellomlang og lang sikt.

Driftskostnadene har i analyseperioden (2012-2017) hatt et standardavvik på 15 %. Dette er blant annet som følge av de biologiske utfordringene. Jeg har definert driftskostnadene som normalfordelte. Standardavviket har jeg i 2018-2022 satt til 6 %, og 4 % på mellomlang sikt. Det reduserte standardavviket finner jeg rimelig ettersom jeg på sikt forventer en stabil utvikling av driftskostnader, noe som henger sammen med den forventede utviklingen av laksepris og volum lagt til grunn i prognosen.

Effektiv skatt på lang sikt har jeg definert som uniform fordeling, med utfallsrom mellom 18 % og 22 %.

EBITDA-margin, investeringer og vekst på lang sikt har jeg definert som triangulære fordelinger, med min-maks verdi tilsvarende det pessimistiske og det optimistiske scenariet fra kapittel 6.5. Tilsvarende har jeg lagt til grunn også for investeringer på lang sikt.

Argumentasjonen fra kapittel 8 for nominell skattesats, egenkapitalbeta, markedets risikopremie samt den risikofrie renten på lang sikt tilsier høy usikkerhet knyttet til disse faktorene. Jeg har derfor lagt til grunn uniform fordeling. Intervallene er henholdsvis; nominell skattesats 18 % - 22 %, egenkapitalbeta 0,7 – 1,1, markedets risikopremie 4,5 % - 5,5 % og risikofri rente 3,0 % - 4,6 %.

De valgte variablene med tilhørende sannsynlighetsfordeling oppsummeres i tabellen under:

Variabel	Sannsynlighetsfordeling	Forventningsverdi	Standardavvik	[min-maks]
Laksepris 2018	Triangulær	56,9		[55,4 , 59,7]
Laksepris 2019	Triangulær	56,1		[54,3 , 62,1]
Laksepris 2020	Triangulær	49,4		[47,8 , 57,1]
Laksepris 2021	Triangulær	1 %		[-2% , 1%]
Laksepris 2022	Triangulær	1 %		[-2% , 0%]
Laksepris mellomlang sikt	Normalfordelt	1 %	6 %	
Volum 2018	Triangulær	156000		[144664 , 156000]
Volum 2019-2022	Triangulær	2 %		[1% , 4%]
Volum 2023-2026	Normalfordelt	3 %	5 %	
Volum 2027-2028	Normalfordelt	2 %	5 %	
Endring i arbeidskapital	Normalfordelt	45 %	2 %	
Driftskostnad 2018	Normalfordelt	-5 %	6 %	
Driftskostnad 2019	Normalfordelt	-2 %	6 %	
Driftskostnad 2020	Normalfordelt	1 %	6 %	
Driftskostnad 2021	Normalfordelt	1 %	6 %	
Driftskostnad 2022	Normalfordelt	1 %	6 %	
Driftskostnad mellomlang sikt	Normalfordelt	2 %	4 %	
Effektiv skatt lang sikt	Uniform	20 %		[18% , 22%]
EBITDA-margin lang sikt	Triangulær	18,9 %		[17,1% , 23,4%]
Investeringer lang sikt	Triangulær	5 %		[4,5% , 6%]
Vekst	Triangulær	2,5 %		[1,5% , 3,5%]
Nominell skattesats lang sikt	Uniform	20 %		[18% , 22%]
Egenkapitalbeta	Uniform	0,9		[0,7 , 1,1]
Markedets risikopremie	Uniform	5 %		[4,5% , 5,5%]
Risikofri rente lang sikt	Uniform	3,8 %		[3,0% , 4,6%]

Tabell 9-3 - Oppsummering variabler til simuleringsanalyse

3. Definere korrelasjoner mellom variablene.

I kapittel 6 estimerte jeg for de ulike scenariene en prognose for hver enkelt av de aktuelle variablene. I kapittel 7 satte jeg disse sammen til en mer helhetlig prognose, hvor jeg tok høyde for at flere av variablene forventes å korrelere. Eksempelet jeg benyttet var at et optimistisk scenario for driftsinntekter sannsynligvis ikke etterfølges av et optimistisk scenario for driftskostnader og investeringer. Korrelasjonen mellom faktorene er derfor i stor grad hensyntatt i verdsettelsesmodellen. Imidlertid vil det i simuleringene være nødvendig å definere korrelasjonen mellom enkelte variabler. Eksempelvis vil en trekning der markedets risikopremie og risikofri rente begge havner nær den definerte minimumsverdien trolig være urealistisk i praksis. Normalt er det slik at markedspremien er høy i usikre tider, og da er gjerne den risikofrie renten lav. For å redusere antall slike treknings er det nødvendig å definere korrelasjoner.

For markedets risikopremie definerer jeg en negativ korrelasjon på $-0,8$ med risikofri rente, ettersom markedets risikopremie normalt øker når den risikofrie renten reduseres.

Den risikofrie renten på lang sikt vil normalt korrelere positivt med driftsinntektsveksten på lang sikt. I kapittel 6.2 argumenterte jeg for at vekstraten til et selskap normalt ikke kan være høyere enn inflasjonen ettersom nye aktører gjerne kaprer noe av veksten i samfunnet. De langsiktige statsobligasjonene jeg har benyttet for å komme frem til anslaget for risikofri rente i kapittel 8.1.1 innebærer inflasjonsrisiko. Jeg definerer en positiv korrelasjon mellom risikofri rente på lang sikt og vekst på $0,8$.

I kapittel 7.2.1 argumenterte jeg for at selskaper med høy vekst gjerne har lavere effektiv skattesats som følge av høyere investeringer. Jeg tar derfor utgangspunkt i en negativ korrelasjon mellom vekst og effektiv skattesats på $-0,6$.

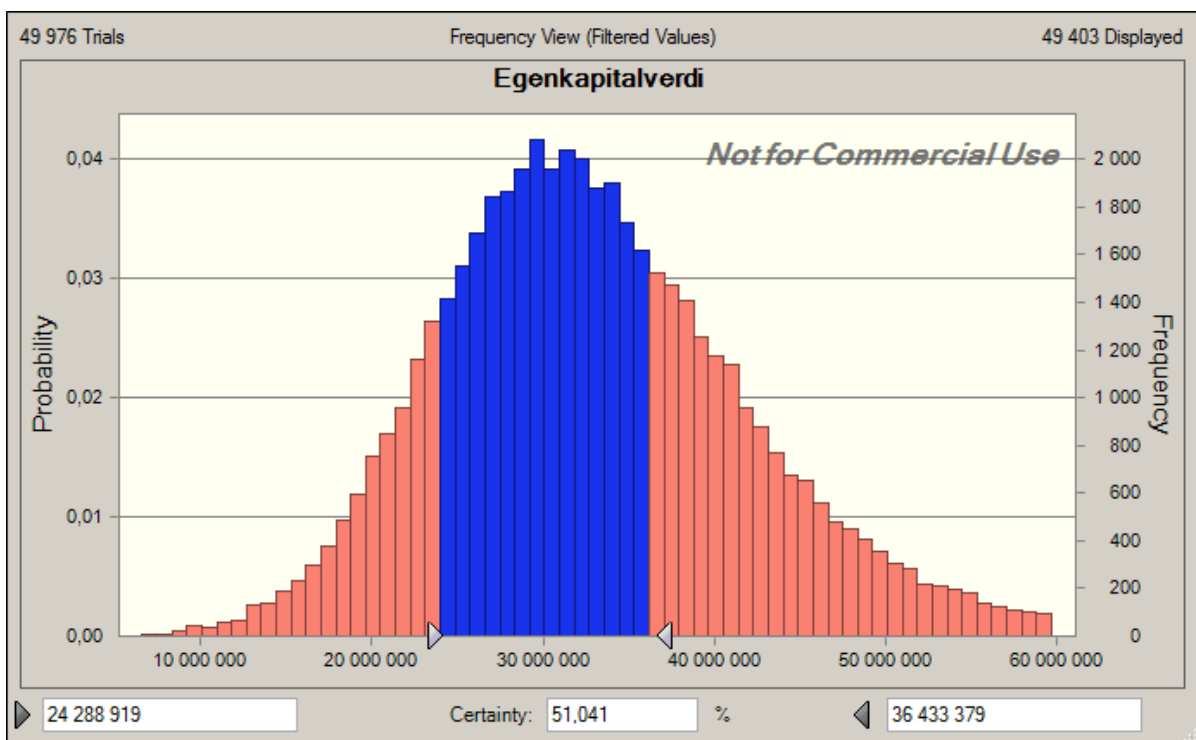
Videre, argumenterte jeg i den historiske analysen av driftskostnader i kapittel 6.3.1 for flere forhold som gjør det rimelig å anta korrelasjon mellom laksepris og driftskostnader. Korrelasjonskoeffisienten for 2012-2017 ble beregnet til $0,94$. Jeg legger til grunn en noe lavere korrelasjon på $0,8$ mellom laksepris og driftskostnader i fremtiden.

På kort sikt forventer jeg en negativ korrelasjon mellom volum og driftskostnader. Dette som følge av at jeg i fremtidsprognosen har lagt til grunn at en stor del av volumveksten til

SalMar på kort sikt tas gjennom økt utnyttelse av eksisterende anlegg. Dersom de lykkes, forventer jeg at driftskostnadene vil avta noe. Jeg har derfor definert en negativ korrelasjon mellom volum og driftskostnader på -0,7 på kort sikt (2018-2022).

4. Resultat av simuleringsanalysen

For å gjennomføre Monte-Carlo simuleringene med de definerte variablene og parameterne fra steg 1-3 ovenfor benytter jeg Crystal Ball, et programtillegg til Microsoft Excel. Jeg har lagt til grunn 50.000 trekninger, ettersom det er mange variabler samt at jeg forventer høy spredning i trekningene. Nedre grense for verdiestimatet er satt til 0 (konkurs), og øvre grense er satt skjønnsmessig til 80 milliarder kroner. Dette gir følgende resultat:



Figur 9-4 - Monte-Carlo simuleringer som indikerer usikkerheten i verdiestimatet

Parameter	
Antall trekninger	49 976
Filtrerte verdier	24
Medianverdi	32 168
Gjennomsnittsverdi	33 118
Årlig standardavvik %	31 %
Årlig standardavvik absolutt	9 483

Figur 9-5 - Resultat Monte-Carlo simuleringer

Figur 10-4 og 10-5 viser resultatet etter trekningene. 24 trekninger ble ikke hensyntatt da de ikke var innenfor det definerte verdiintervallet mellom null og 80 milliarder kroner. Gjennomsnittet var ca. 33 milliarder kroner, mens medianen var noe lavere, ca. 32 milliarder kroner. Resultatet ligger derfor noe høyere enn verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen på 30,4 milliarder kroner. Et intervall med +/- 20 % avvik fra verdiestimatet er lagt inn i figur 10-4, og viser at verdiestimatet med 51 % sannsynlighet vil være innenfor intervallet. Det gir et stort verdiintervall, innenfor eksempelvis 80 % sannsynlighet. Verdiintervallet, samt standardavviket på 31 % indikerer at det er knyttet relativt høy usikkerhet til verdiestimatet. En av svakhetene med fundamental verdsettelse er som nevnt sårbarhet for forutsetningene som legges til grunn. Sensitivitetsanalysen viste at sårbarheten særlig er høy for laksepris og faktorer som inngår i avkastningskravet til egenkapitalen. Ettersom disse faktorene er usikre, bidrar de til at også verdiestimatet blir usikkert. Videre indikerer analysen at oppsidepotensialet er noe høyere enn nedsiden. Simuleringsanalysen indikerer at sannsynligheten for at verdiestimatet er høyere enn resultatet fra den fundamentale verdsettelsen er 58 %.

Oppsummert tenderer simuleringsanalysen mot et høyere verdiestimat enn resultatet fra den fundamentale verdsettelsen. Simuleringsanalysen har begrensninger. Den er sårbar for sannsynlighetsfordelingene for den enkelte variabel. Samtidig er sannsynlighetsfordelinger krevende å anslå (Damodaran, 2012, s. 911). Sannsynlighetsfordelingene er i stor grad skjønsmessige, basert på historikk, fremtidsprognose og økonomisk teori. Følgelig innebærer simuleringsanalysen usikkerhet.

10. Oppsummering og konklusjon

Målsetningen med utredningen har vært å besvare problemstillingen: «*Hva er egenkapitalverdien til SalMar ASA per 02.03.2018?*».

Presentasjonen av bransjen tegner et bilde av en bransje som har opplevd en eksepsjonell vekst siden midten av 90-tallet. Produksjonsveksten har stagnert noe de seneste årene som følge av biologiske utfordringer, arealbegrensninger og reguleringer. Teknologisk utvikling er vurdert til å være en sentral faktor med hensyn til produksjonsvekst i fremtiden, da det kan bidra til å flytte de biologiske barrierene som i dag demper produksjonsveksten. Bransjeutvalget i utredningen inkluderer i tillegg til SalMar Marine Harvest, Lerøy, Grieg Seafood og Norway Royal Salmon.

Valget av metode falt ned på fundamental verdsettelse basert på en EBITDA-variant av total kapitalmetoden supplert med komparativ verdsettelse. Viktige hensyn for det metodiske valget var bransjen, tilgjengelig informasjon og en målsetning om å estimere SalMar sin underliggende verdi på en mest mulig pålitelig måte.

Den strategiske analysen presenterer en bransje godt rigget for fremtidig vekst, særlig drevet av kraftig etterspørselsvekst fra en fremvoksende middelklasse. Imidlertid dempes veksten som følge av myndighetsreguleringer, grunnet biologiske utfordringer. Reguleringene bidrar samtidig til høyere inngangsbarrierer, noe som beskytter eksisterende virksomhet. Utvikling av ny teknologi er viktig for videre vekst, men store fremskritt kan også bidra til en såpass kraftig økning av tilbudet at det kan utgjøre en trussel mot marginene i bransjen. Ettersom sluttbruker av laksen i all hovedsak betaler i EUR og USD vil utviklingen av den norske kronekursen mot disse valutaene også ha betydning. Den interne analysen viste at SalMar besitter ressurser som kan gi midlertidige konkurransefortrinn, herunder slakteri- og videreforedlingsvirksomheten ved InnovaMar, samt Ocean Farm («Havmerden») om de lykkes.

Regnskapsanalysen og den historiske analysen viser at SalMar har opplevd vesentlig høyere marginer enn snittet av de komparative selskapene. Dette grunnet lave kostnader, som følge av kostnadseffektiv drift, men også en strategisk innretning hvor SalMar har lavere andel av den historisk sett mindre lønnsomme videreforedlingsvirksomheten. Samtidig har

kostnadsveksten vært høy, hvor en reduksjon av lakseprisen tilbake til snittet for 2015 med 2017-kostnader ville redusert EBITDA-marginen til 1/3 av dagens nivå.

Basert på innsikten fra bransjen, den strategiske analysen og regnskapsanalysen utarbeidet jeg tre scenarier med ulike fremtidige kontantstrømmer. Hvert av scenariene fikk en sannsynlighetsvekt. Diskontert med avkastningskravene viser den risikovektede kontantstrømmen en forventning om lavere lønnsomhet i fremtiden enn bransjen opplever i dag. Dette mener jeg er en rimelig forutsetning basert på funnene fra analysene.

Det endelige verdiestimatet basert på den fundamentale verdsettelsen var ca. 30,4 milliarder kroner, ca. 4 % lavere enn markedsverdien på verdsettelsestidspunktet. Egenkapitalverdien varierte kraftig mellom de ulike scenariene, noe som sammen med sensitivitets- og simuleringsanalysen indikerer høy usikkerhet til verdiestimatet. Den komparative metoden gav noe lavere verdiestimat på ca. 29 milliarder kroner, men tillegges liten vekt.

Sensitivitetsanalysen viser at verdiestimatet særlig er påvirket av forutsetninger knyttet til laksepris og faktorer som inngår i avkastningskravet til egenkapitalen. En endring av lakseprisen alene med 20 % vil endre verdiestimatet med rundt 30 %. En slik utvikling er ikke urealistisk. Tar jeg utgangspunkt i den gjennomsnittlige kronekursen mot EUR og USD fra 2012 viser den at valutakursutviklingen alene gi slike utslag. Simuleringsanalysen indikerer at det er sannsynlig at verdiestimatet er noe høyere enn resultatet fra den fundamentale verdsettelsen.

Jeg konkluderer utredningen med et endelig verdiestimat for egenkapitalverdien til SalMar per 2. mars 2018 på 31 milliarder kroner. Det medfører at jeg har avrundet resultatet fra den fundamentale verdsettelsen opp. Dette har sammenheng med at jeg tillegger resultatet fra simuleringsanalysen noe vekt. I tillegg vil et avrundet tall i sterkere grad bidra til en forståelse av usikkerheten i estimatet.

Vedlegg

Vedlegg 1: Rapportert balanse SalMar

Rapportert balanse SalMar						
NOK 1000	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
EIENDELER						
ANLEGGSMIDLER						
IMMATERIELLE EIENDELER						
Konsesjoner, patenter og lignende	1 702 151	2 030 710	2 451 271	2 466 171	2 464 332	2 476 357
Goodwill	433 348	433 348	447 372	447 372	446 465	448 643
Sum immaterielle eiendeler	2 135 499	2 464 058	2 898 643	2 913 543	2 910 797	2 925 000
VARIGE DRIFTSMIDLER						
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	233 732	473 408	489 496	617 182	882 066	1 013 434
Maskiner, anlegg og driftsløsøre	947 824	1 248 820	1 336 126	1 554 914	1 981 840	2 277 000
Skip, transportmidler og lignende	87 247	137 096	191 953	239 863	273 616	314 366
Sum varige driftsmidler	1 268 803	1 859 324	2 017 575	2 411 959	3 137 522	3 604 800
FINANSIELLE ANLEGGSMIDLER						
Investeringer i tilknyttet selskap	948 575	402 338	523 711	627 681	908 400	1 022 784
Investeringer i aksjer og andeler	15 760	384	519	289	289	325
Pensjonsmidler	2 492	802	1 592	1 397	1 379	1 553
Andre fordringer	4 029	5 225	13 403	6 840	49 949	56 238
Sum finansielle anleggsmidler	970 856	408 749	539 225	636 207	960 017	1 080 900
Sum anleggsmidler	4 375 158	4 732 131	5 455 443	5 961 709	7 008 336	7 610 700
OMLØPSMIDLER						
Biologiske eiendeler	1 986 213	3 077 150	3 114 684	3 306 052	4 997 001	4 205 234
Andre varer	303 682	171 539	206 454	328 216	224 783	189 166
Sum varer	2 289 895	3 248 689	3 321 138	3 634 268	5 221 784	4 394 400
FORDRINGER						
Kundefordringer	660 944	662 149	888 219	815 540	595 773	501 100
Andre kortsiktige fordringer	245 501	217 584	292 644	258 288	302 078	242 900
Sum fordringer	906 445	879 733	1 180 863	1 073 828	897 851	744 000
Bankinnskudd, kontanter og lignende	55 336	1 070 998	166 963	273 696	273 715	177 100
Sum omløpsmidler	3 251 676	5 199 420	4 668 964	4 981 792	6 393 350	5 315 500
Sum eiendeler	7 626 834	9 931 551	10 124 407	10 943 501	13 401 686	12 926 200
EGENKAPITAL OG GJELD						
Egenkapital						
INNSKUTT EGENKAPITAL						
Aksjekapital	28 325	28 325	28 325	28 325	28 325	29 854
Egne aksjer	- 325	- 325	- 325	- 295	- 246	- 259
Overkurs	415 286	415 286	415 286	415 286	415 286	437 707
Annen innskutt egenkapital	49 957	32 822	34 834	57 768	85 673	90 298
Sum innskutt egenkapital	493 243	476 108	478 120	501 084	529 038	557 600
OPPTJENT EGENKAPITAL						
Annen egenkapital	2 338 170	4 246 867	4 598 535	4 646 272	6 069 363	7 022 400
Sum opptjent egenkapital	2 338 170	4 246 867	4 598 535	4 646 272	6 069 363	7 022 400
MINORITETSINTERESSER						
Sum egenkapital	2 967 713	5 060 783	5 137 277	5 227 040	6 680 833	7 668 100
GJELD						
Pensjonsforpliktelse	528	-	-	-	-	-
Utsatt skatt	872 398	1 199 557	1 262 594	1 230 815	1 495 301	953 797
Langsiktig gjeld til kredittinstitusjoner	2 098 240	1 974 521	1 780 174	2 371 338	2 079 001	1 326 118
Leasinggjeld og annen langsiktig gjeld	125 188	471 716	411 388	390 035	360 556	229 985
Sum langsiktig gjeld og forpliktelser	3 096 354	3 645 794	3 454 156	3 992 188	3 934 858	2 509 900
KORTSIKTIG GJELD						
Kortsiktig gjeld til kredittinstitusjoner	596 288	397 186	276 667	140 421	198 613	243 600
Leverandørgjeld	762 765	515 856	409 485	649 274	1 199 402	1 161 028
Betalbar skatt	7 008	25 843	321 839	292 320	423 223	409 682
Skyldige offentlige avgifter	43 192	93 532	143 757	153 262	189 136	183 085
Annen kortsiktig gjeld	153 514	192 557	381 226	488 996	775 621	750 805
Sum kortsiktig gjeld og forpliktelser	1 562 767	1 224 974	1 532 974	1 724 273	2 785 995	2 748 200
Sum gjeld og forpliktelser	4 659 121	4 870 768	4 987 130	5 716 461	6 720 853	5 258 100
Sum egenkapital og gjeld	7 626 834	9 931 551	10 124 407	10 943 501	13 401 686	12 926 200

Vedlegg 2: Omgruppert balanse komparative selskap

Omgruppert balanse Lerøy						
NOK 1000	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
EIENDELER						
DRIFTSRELATERTE EIENDELER						
Konsesjoner, patenter og lignende	3 972 053	3 987 141	4 234 391	4 349 916	8 018 448	8 017 424
Andre immaterielle eiendeler						
Goodwill	-	-	-	-	-	-
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	2 094 539	2 377 012	2 676 716	2 899 633	4 209 108	5 148 271
Maskiner, anlegg og driftsløsøre	-	-	-	-	-	-
Skip, transportmidler og lignende	-	-	-	-	-	-
Biologiske eiendeler	2 724 941	3 727 361	3 681 993	4 320 830	6 418 313	4 458 095
Andre varer	326 225	358 482	524 947	552 065	721 803	991 186
Kundefordringer	995 289	1 486 428	1 427 796	1 568 820	2 209 281	2 023 209
Andre kortsiktige fordringer	199 083	316 192	302 692	307 798	421 302	385 819
Investeringer i tilknyttet selskap	331 056	735 071	566 965	670 952	730 875	975 868
Sum driftsrelaterte eiendeler	10 664 733	12 999 494	13 457 763	14 711 550	22 760 189	22 030 927
FINANSIELLE EIENDELER						
Investeringer i aksjer og andeler	18 281	5 553	8 066	7 293	8 019	10 707
Pensjonsmidler	-	-	-	-	-	-
Andre fordringer	8 607	26 171	32 263	17 246	76 679	102 382
Bankinnskudd, kontanter og lignende	1 082 797	872 513	1 360 272	1 247 614	2 233 700	3 514 096
Sum finansielle eiendeler	1 109 685	904 237	1 400 601	1 272 153	2 318 398	3 627 185
Sum eiendeler	11 774 418	13 903 731	14 858 364	15 983 703	25 078 587	25 658 112
EGENKAPITAL						
Egenkapital	5 314 575	6 755 200	7 262 314	7 885 695	12 539 948	13 607 294
Sum egenkapital	5 314 575	6 755 200	7 262 314	7 885 695	12 539 948	13 607 294
Minoritetsinteresser	649 381	793 747	817 282	878 357	935 478	874 828
DRIFTSRELATERT GJELD						
Utsatt skatt	1 230 458	1 486 972	1 531 262	1 567 973	2 802 271	2 308 498
Leverandørgjeld	826 677	1 059 434	1 053 524	915 981	1 366 634	1 343 296
Betalbar skatt	88 925	320 344	335 062	200 151	477 842	469 682
Skyldige offentlige avgifter	66 915	103 656	70 073	123 457	263 991	259 483
Annen kortsiktig gjeld	230 400	305 074	413 595	439 383	929 880	914 000
Sum driftsrelatert gjeld	2 443 373	3 275 480	3 403 516	3 246 945	5 840 618	5 294 959
FINANSIELL GJELD						
Pensjonsforpliktelser	7 646	3 227	6 878	3 765	5 219	4 299
Langsiktig gjeld til kredittinstitusjoner	2 402 770	2 356 803	2 767 118	2 377 123	4 541 276	4 946 254
Leasinggjeld og annen langsiktig gjeld	44 788	36 700	131 980	126 674	121 958	100 468
Kortsiktig gjeld til kredittinstitusjoner	911 887	682 574	469 276	1 465 144	1 094 089	830 009
Sum finansiell gjeld	3 367 091	3 079 304	3 375 252	3 972 706	5 762 542	5 881 031
Sum egenkapital og gjeld	11 774 419	13 903 731	14 858 364	15 983 703	25 078 586	25 658 112
Netto finansielle eiendeler	- 2 257 405	- 2 175 067	- 1 974 651	- 2 700 553	- 3 444 144	- 2 253 846

Omgruppert balanse Marine Harvest			Valutaomregning. EUR til NOK:		9,0863	9,8403
NOK 1000	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
EIENDELER						
DRIFTSRELATERTE EIENDELER						
Konsesjoner, patenter og lignende	5 435 400	6 036 100	6 514 900	7 163 800	6 944 659	6 053 753
Andre immaterielle eiendeler	114 200	188 400	166 500	265 000	294 396	256 832
Goodwill	2 115 500	2 374 900	2 416 900	2 484 700	2 435 128	2 516 165
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	4 111 900	6 677 200	8 257 200	9 246 400	9 159 899	10 654 093
Maskiner, anlegg og driftsløsøre	-	-	-	-	-	-
Skip, transportmidler og lignende	-	-	-	-	-	-
Biologiske eiendeler	6 207 900	9 536 600	10 014 000	10 939 600	14 300 019	11 813 280
Andre varer	819 700	1 751 100	2 400 800	2 664 500	2 255 220	3 019 988
Kundefordringer	1 782 000	3 191 400	3 360 200	3 926 200	4 524 977	4 578 214
Andre kortsiktige fordringer	592 700	1 086 500	1 110 500	1 540 500	1 153 960	1 167 537
Investeringer i tilknyttet selskap	647 300	900 400	978 200	1 188 800	1 590 103	1 679 739
Sum driftsrelaterte eiendeler	21 900 500	31 921 400	35 366 500	39 529 800	42 681 986	41 868 508
FINANSIELLE EIENDELER						
Investeringer i aksjer og andeler	1 008 600	1 191 200	185 100	21 400	31 802	37 393
Pensjonsmidler	-	-	-	-	-	-
Andre fordringer	73 200	8 800	14 500	20 500	49 066	-
Bankinnskudd, kontanter og lignende	335 300	606 200	1 408 300	688 700	944 067	705 550
Sum finansielle eiendeler	1 417 100	1 806 200	1 607 900	730 600	1 024 935	742 943
Sum eiendeler	23 317 600	33 727 600	36 974 400	40 260 400	43 706 920	42 611 451
EGENKAPITAL						
Egenkapital	11 619 700	16 318 500	14 702 200	18 178 300	18 794 103	22 772 422
Sum egenkapital	11 619 700	16 318 500	14 702 200	18 178 300	18 794 103	22 772 422
Minoritetsinteresser	69 000	27 800	16 000	8 900	8 178	11 808
DRIFTSRELATERT GJELD						
Utsatt skatt	2 543 700	3 365 000	3 568 900	3 759 300	4 120 637	3 482 482
Leverandørgjeld	1 452 500	2 232 600	2 039 200	2 379 700	2 503 276	2 152 467
Betalbar skatt	26 200	252 600	525 200	696 300	1 295 706	1 114 126
Skyldige offentlige avgifter	-	-	-	-	-	-
Annen kortsiktig gjeld	1 475 400	2 158 200	3 112 300	2 831 600	3 860 769	3 319 722
Sum driftsrelatert gjeld	5 497 800	8 008 400	9 245 600	9 666 900	11 780 388	10 068 798
FINANSIELL GJELD						
Pensjonsforpliktelse	-	-	-	-	-	-
Langsiktig gjeld til kredittinstitusjoner	5 338 500	7 710 200	10 669 100	10 279 300	9 026 330	7 609 504
Leasinggjeld og annen langsiktig gjeld	414 700	976 200	2 334 400	2 125 300	4 098 830	864 962
Kortsiktig gjeld til kredittinstitusjoner	377 800	686 700	7 000	1 500	909	1 282 191
Sum finansiell gjeld	6 131 000	9 373 100	13 010 500	12 406 100	13 126 069	9 756 657
Sum egenkapital og gjeld	23 317 500	33 727 800	36 974 300	40 260 200	43 708 738	42 609 686
Netto finansielle eiendeler	- 4 713 900	- 7 566 900	- 11 402 600	- 11 675 500	- 12 101 134	- 9 013 715

*Mindre avvik mellom eiendeler samt egenkapital og gjeld forklares med avrundinger til nærmeste 0,1 millioner NOK (EUR fra 2016) i rapportert regnskap.

Omgruppert balanse NRS						
NOK 1000	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
EIENDELER						
DRIFTSRELATERTE EIENDELER						
Konsesjoner, patenter og lignende	502 887	502 887	648 887	648 887	648 887	648 887
Goodwill	-	-	-	-	-	-
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	4 103	5 474	12 746	12 866	19 579	25 512
Maskiner, anlegg og driftsløsøre	95 457	115 370	164 139	175 233	182 110	237 294
Skip, transportmidler og lignende	72 486	84 475	105 299	157 106	197 285	257 067
Biologiske eiendeler	525 739	639 238	808 674	829 928	1 205 399	1 177 704
Andre varer	20 816	27 038	40 270	40 630	101 635	99 300
Kundefordringer	286 918	412 148	421 691	500 689	478 214	410 175
Andre kortsiktige fordringer	31 545	68 735	174 344	100 438	244 596	209 795
Investeringer i tilknyttet selskap	110 860	132 758	150 155	169 991	531 504	595 158
Sum driftsrelaterte eiendeler	1 657 664	1 993 358	2 533 073	2 648 510	3 627 730	3 685 025
FINANSIELLE EIENDELER						
Investeringer i aksjer og andeler	3 335	1 395	1 895	395	395	442
Pensjonsmidler	-	-	-	-	-	-
Andre fordringer	4 673	3 127	3 000	20 000	16 000	17 916
Bankinnskudd, kontanter og lignende	9 854	53 732	61 494	201 339	69 257	151 779
Sum finansielle eiendeler	17 862	58 254	66 389	221 734	85 652	170 138
Sum eiendeler	1 675 526	2 051 612	2 599 462	2 870 244	3 713 382	3 855 163
EGENKAPITAL						
Egenkapital	566 784	814 632	949 125	1 113 788	2 013 983	1 813 267
Sum egenkapital	566 784	814 632	949 125	1 113 788	2 013 983	1 813 267
Minoritetsinteresser	40 984	54 355	64 781	72 730	33 034	37 762
DRIFTSRELATERT GJELD						
Utsatt skatt	161 981	231 640	272 742	303 485	394 786	364 557
Leverandørgjeld	292 655	382 944	426 331	530 430	646 515	549 526
Betalbar skatt	780	8 313	2 031	3 180	79 350	113 485
Skyldige offentlige avgifter	-	-	-	-	-	-
Annen kortsiktig gjeld	27 371	41 792	164 842	134 271	182 916	155 980
Sum driftsrelatert gjeld	482 787	664 689	865 946	971 366	1 303 567	1 183 548
FINANSIELL GJELD						
Pensjonsforpliktelser	9 040	10 320	18 733	12 480	11 383	16 728
Langsiktig gjeld til kredittinstitusjoner	328 292	323 084	518 788	653 361	303 781	461 241
Leasinggjeld og annen langsiktig gjeld	-	-	-	-	-	-
Kortsiktig gjeld til kredittinstitusjoner	247 637	184 530	182 089	46 519	47 635	342 617
Sum finansiell gjeld	584 969	517 934	719 610	712 360	362 799	820 586
Sum egenkapital og gjeld	1 675 524	2 051 610	2 599 462	2 870 244	3 713 383	3 855 163
Netto finansielle eiendeler	- 567 107	- 459 680	- 653 221	- 490 626	- 277 147	- 650 448

Omgruppert balanse Grieg Seafood						
NOK 1000	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
EIENDELER						
DRIFTSRELATERTE EIENDELER						
Konsesjoner, patenter og lignende	976 740	994 066	1 066 184	1 093 338	1 060 622	1 068 552
Andre driftsrelaterede eiendeler	3 800	4 545	11 517	16 993	17 598	18 383
Goodwill	105 108	107 310	108 708	110 647	108 595	109 038
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	1 141 317	1 204 207	1 424 562	1 534 770	1 510 379	1 868 622
Maskiner, anlegg og driftsløsøre	-	-	-	-	-	-
Skip, transportmidler og lignende	-	-	-	-	-	-
Biologiske eiendeler	1 310 142	1 766 332	1 844 097	1 929 115	2 459 625	2 707 034
Andre varer	65 692	74 015	88 250	90 867	89 164	85 516
Kundefordringer	124 657	177 814	254 043	581 904	800 591	761 407
Andre kortsiktige fordringer	51 299	54 533	57 287	145 767	212 240	246 759
Investeringer i tilknyttet selskap	50 249	42 210	42 004	25 947	-	-
Sum driftsrelaterede eiendeler	3 829 004	4 425 032	4 896 652	5 539 665	6 258 814	6 870 062
FINANSIELLE EIENDELER						
Investeringer i aksjer og andeler	1 337	1 392	1 518	1 426	1 445	2 914
Pensjonsmidler	-	-	-	-	-	-
Andre fordringer	53	255	-	2 667	4 167	8 403
Bankinnskudd, kontanter og lignende	239 885	163 913	144 003	392 020	503 613	271 715
Sum finansielle eiendeler	241 275	165 560	145 521	396 112	509 225	283 032
Sum eiendeler	4 070 279	4 590 592	5 042 173	5 935 777	6 768 039	7 153 094
EGENKAPITAL						
Egenkapital	1 513 230	1 988 557	2 221 919	2 207 162	3 150 681	3 288 614
Sum egenkapital	1 513 230	1 988 557	2 221 919	2 207 162	3 150 681	3 288 614
Minoritetsinteresser	-	-	-	30 349	56 270	43 541
DRIFTSRELATERT GJELD						
Utsatt skatt	426 781	557 350	559 542	539 040	674 684	720 611
Leverandørgjeld	246 119	317 753	300 521	653 083	493 534	584 982
Betalbar skatt	-	1 471	50 645	24 545	172 057	174 552
Skyldige offentlige avgifter	19 720	21 731	13 013	12 134	48 819	43 662
Annen kortsiktig gjeld	112 517	122 108	134 207	151 149	246 203	220 193
Sum driftsrelatert gjeld	805 137	1 020 413	1 057 928	1 379 951	1 635 297	1 744 000
FINANSIELL GJELD						
Pensjonsforpliktelse	1 110	610	198	109	-	-
Langsiktig gjeld til kredittinstitusjoner	975 844	850 646	958 828	1 518 261	979 874	1 105 384
Leasinggjeld og annen langsiktig gjeld	165 417	194 307	262 404	298 782	277 775	313 355
Kortsiktig gjeld til kredittinstitusjoner	609 542	536 060	540 895	501 161	668 141	658 201
Sum finansiell gjeld	1 751 913	1 581 623	1 762 325	2 318 313	1 925 790	2 076 940
Sum egenkapital og gjeld	4 070 280	4 590 593	5 042 172	5 935 775	6 768 038	7 153 095
Netto finansielle eiendeler	- 1 510 638	- 1 416 063	- 1 616 804	- 1 922 201	- 1 416 565	- 1 793 908

Vedlegg 3: Normalisering EBITDA SalMar

Rapportert resultatregnskap SalMar						
Tall i NOK 1000	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Driftsinntekter og driftskostnader						
Vekst i driftsinntekter		48,5 %	15,1 %	2,0 %	23,3 %	19,8 %
Driftsinntekter	4 180 414	6 228 306	7 160 010	7 303 505	8 963 237	10 758 160
Annen driftsinntekt					26 600	
Annen driftsinntekt	24 377	17 555	25 877	22 696	39 975	59 040
Sum driftsinntekter	4 204 791	6 245 861	7 185 887	7 326 201	9 029 812	10 817 200
Varekostnad	2 324 759	3 051 195	3 175 292	3 562 811	4 000 818	4 722 500
			6 699			
Lønnskostnader: Annet	483 215	623 053	703 731	765 881	861 534	929 100
Sum lønnskostnader	483 215	623 053	710 430	765 881	861 534	929 100
Avskrivninger	169 621	220 820	275 765	307 280	358 020	418 600
Nedskrivninger	547	5 000	2 399	14 169	-	-
Sum avskrivninger og nedskrivninger	170 168	225 820	278 164	321 449	358 020	418 600
Andre driftskostnader: Tap på fordringer	2 633	7 576	5 236	634	751	864
Andre driftskostnader: Vedlikehold	133 940	136 016	201 929	208 509	238 182	273 967
Andre driftskostnader: Driftsutstyr og forbruksmaterieil	39 728	49 293	68 990	71 865	76 081	87 512
Andre driftskostnader: Direkte innsatsfaktorer	58 751	200 222	209 743	209 462	229 185	263 619
Andre driftskostnader: Frakt og leveringskostnader	322 495	423 076	445 217	559 532	550 778	633 529
Andre driftskostnader: Kostnadsført FOU	3 324	17 708	53 086	47 203	63 696	73 266
Andre driftskostnader: Restruktureringskostnader						
Andre driftskostnader: Øvrige driftskostnader	325 112	252 408	158 752	176 249	219 122	252 044
Sum andre driftskostnader	885 983	1 086 299	1 142 953	1 272 186	1 377 795	1 584 800
Sum driftskostnader	3 864 125	4 986 367	5 306 839	5 922 327	6 598 167	7 655 000
Operasjonelt driftsresultat	340 666	1 259 494	1 879 048	1 403 874	2 431 645	3 162 200
Virkelig verdjustering: Endring virkelig verdi biomasse	268 749	529 433	- 38 963	147 263	1 052 535	- 927 800
Virkelig verdjustering: Endring i avsetning tapskontrakter	- 1 805	- 1 759	- 30 629	- 91 932	- 315 985	- 407 600
Virkelig verdjustering: Endring i urealisert verdi Fish-Pool kontrakter	8 634	13 680	- 39 160	56 092	144 293	143 600
Virkelig verdjustering: Endring i urealisert verdi valutaterminkontral	14 839	- 13 178	- 123 597	- 71 491	61 698	6 700
Virkelig verdjustering: Annet	-	-	-	-	-	-
Sum virkelig verdjustering	290 417	528 176	- 232 349	39 932	653 955	- 369 900
Engangsgevinster	62 390	161 755	-	-	-	-
Særskilte biologiske hendelser	- 54 614	-	-	-	-	-
Sum engangsposter	7 776	161 755	-	-	-	-
Driftsresultat (EBIT)	638 859	1 949 425	1 646 699	1 443 806	3 085 600	2 792 300
Avskrivninger	169 621	220 820	275 765	307 280	358 020	418 600
Nedskrivninger	547	5 000	2 399	14 169	-	-
EBITDA	809 027	2 175 245	1 924 863	1 765 255	3 443 620	3 210 900
Inntekt på investering i tilknyttet selskap	93 909	157 980	96 136	40 242	286 844	208 900
Normalisering EBITDA						
NOK 1000	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
EBITDA	809 027	2 175 245	1 924 863	1 765 255	3 443 620	3 210 900
Annen driftsinntekt					- 26 600	
Virkelig verdjustering: Endring virkelig verdi biomasse	- 268 749	- 529 433	38 963	- 147 263	- 1 052 535	927 800
Virkelig verdjustering: Endring i avsetning tapskontrakter	1 805	1 759	30 629	91 932	315 985	- 407 600
Virkelig verdjustering: Endring i urealisert verdi Fish-Pool kontrakter	8 634	13 680	39 160	56 092	144 293	- 143 600
Virkelig verdjustering: Endring i urealisert verdi valutaterminkontral	14 839	13 178	123 597	71 491	61 698	- 6 700
Virkelig verdjustering: Annet	-	-	-	-	-	-
Engangsgevinster	- 62 390	- 161 755				
Særskilte biologiske hendelser	54 614					
EBITDA normalisert	510 834	1 485 314	2 157 212	1 725 323	2 763 065	3 580 800

Litteraturliste

Besanko, D., Dranove, D., Shanley, M. & Schaefer, S. (2007) *Economics of strategy* (4th ed.) Hoboken, N.J: Wiley.

Damodaran, A. (2012) *Investment valuation*. Hentet fra <https://ebookcentral.proquest.com/lib/nhh-ebooks/reader.action?docID=817867&query=>

Damodaran, A. (2016). Valuation – Fall 2016 lecture notes. *Part II: Relative Valuation and Private Company Valuation*.
<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/eqnotes/packet2fall16.pdf>

Damodaran, A. (2018a, 14. mars). Data: Current. Hentet 22. mars 2018 fra <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Damodaran, A. (2018b, 5. januar). Data: Current. Value/EBIT & Value/EBITDA Multiples by Industry Sector, Global. Hentet 22. mars 2018 fra <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Damodaran, A (2018c). Data: Breakdown, Industry Breakdown. Hentet 22. mars 2018 fra <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/indname.xls>

Dimson, E., Marsh, P. og Staunton, M. (2018, februar). Credit Suisse Global Investments Returns Yearbook 2018. Hentet fra <http://publications.credit-suisse.com/tasks/render/file/index.cfm?fileid=F6AEDD6A-ABCE-567D-68D2108098686DDE>

Finansdepartementet (2015). (Meld. St. 4 2015-2016). Hentet fra: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld.-st.-4-20152016/id2456324/>

Fish Pool (2018, udatert). Price history – weekly, monthly and annual average. Hentet 13. januar fra <http://fishpool.eu/price-information/spot-prices/history/>

Fish Pool (2018b, udatert). Fish Pool concept. Hentet 20. januar fra <http://fishpool.eu/products/concept/>

Fiskeridirektoratet (2018, 23. februar). Brev og vedtak. Hentet 26. februar 2018 fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Saertillatelser/Utviklingstillatelser/Brev-og-vedtak>

Fiskeridirektoratet (2017a, 8. august). Utviklingstillatelser. Hentet 29. januar 2018 fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Saertillatelser/Utviklingstillatelser>

Fiskeridirektoratet (2017b, 13. januar). Tildelingsprosessen. Hentet 13. januar 2018 fra <http://www.fiskeridir.no/akvakultur/tildeling-og-tillatelser/tildelingsprosessen>

Fiskeridirektoratet (2017c, 13. januar). Fiskeridirektoratet har åpnet for søknader om utviklingstillatelser. Hentet 3. februar 2018 fra <http://www.fiskeridir.no/akvakultur/nyheter/2015/1115/Fiskeridirektoratet-har-aapnet-for-soeknader-om-utviklingstillatelser>

Fiskeridirektoratet (2017d, 2.november). Lønnsomhetsundersøkelse for laks og regnbueørret: Matfiskproduksjon. Hentet 15. januar 2018 fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Statistikk-akvakultur/Loenksomhetsundersokelse-for-laks-og-regnbueoerret/Matfiskproduksjon-laks-og-regnbueoerret>

Fiskeridirektoratet (2015). *Laks på land. En utredning om egne tillatelser til landbasert matfiskoppdrett av laks, ørret og regnbueørret med bruk av sjøvann.* Hentet 15. januar 2018 fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Dokumenter/Rapporter/Laks-paa-land-En-utredning-om-egne-tillatelser-til-landbasert-matfiskoppdrett-av-laks-oerret-og-regnbueoerret-med-bruk-av-sjoevann>

Fredheim, H. og Holthe, M. D. (2014). *Arbeidskapital – Hva er det? Hvorfor viktig? Hvordan forbedre? Praktisk økonomi og finans*, 2014(1), 46-55.

Grieg Seafood (2018). *GSF Q4 Rapport 2017*. Hentet fra <https://www.griegseafood.no/invest/kvartalsrapporter/>

Grieg Seafood (2017). *Annual report 2016*. Hentet fra <https://www.griegseafood.no/inverstors/annual-reports/>

Grieg Seafood (2016). *Annual report 2015*. Hentet fra <https://www.griegseafood.no/inverstors/annual-reports/>

Grieg Seafood (2015). *Annual report 2014*. Hentet fra <https://www.griegseafood.no/inverstors/annual-reports/>

Grieg Seafood (2014). *Annual report 2013*. Hentet fra <https://www.griegseafood.no/inverstors/annual-reports/>

Grieg Seafood (2013). *Annual report 2012*. Hentet fra <https://www.griegseafood.no/inverstors/annual-reports/>

Hallenstvedt, Abraham (2015, 12. juni). Fiskeoppdrett. I Store norske leksikon. Hentet 7. januar 2018 fra <https://snl.no/fiskeoppdrett>

Havforskningsinstituttet (2017). *Risikorapport norsk fiskeoppdrett 2017*. Hentet fra https://www.hi.no/filarkiv/2017/05/risikorapport_2017.pdf/nb-no

Helsenorge (2015, 2. mai). Kostråd om fisk og sjømat. Hentet 20. februar fra <https://www.helsenorge.no/kosthold-og-ernaring/kostrad/spis-fisk-oftere#Forskningsbaserte-kostråd>

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

IMF (2018, januar). World Economic Outlook Database. Hentet 1. mars 2018 fra <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/02/weodata/index.aspx>

Iversen, A, Hermansen, Ø., Andreassen, O., Brandvik, R.K., Marthiniussen, A. og Nystøyl, R. (2015). *Kostnadsdrivere i lakseoppdrett*. Rapport nr. 41/2015. Tromsø: Nofima AS. Hentet fra http://www.kontali.no/public_files/docs/Rapport_nr_41-2015_-_Kostnadsdrivere_i_lakseoppdrett.pdf

Jakobsen, E. W. & Lien, L. B. (2008). *Ekspansjon* (4. utg.). Oslo: Gyldendal Akademisk.

Kaldestad, Y. & Møller, B. (2016) *Verdivurdering* (2. utg.). Bergen: Fagbokforlaget.

Kinserdal, F (2017a). *Introduksjon og oversikt over kurset*. Bergen: Norges Handelshøyskole, BUS425 Forelesning 1.

Kinserdal, F (2017b). *Finansregnskap og omgruppering*. Bergen: Norges Handelshøyskole, BUS425 Forelesning 2.

Kinserdal, F (2017c). *Ulike verdsettelsesmodeller*. Bergen: Norges Handelshøyskole, BUS425 Forelesning 3

Kinserdal, F (2017d). *Investeringer i driftsmidler og arbeidskapital*. Bergen: Norges Handelshøyskole, BUS425 Forelesning 8.

Kinserdal, F (2017e). *Skatt*. Bergen: Norges Handelshøyskole, BUS425 Forelesning 8a.

Kinserdal, F (2017f). *Avkastningskrav*. Bergen: Norges Handelshøyskole, BUS425 Forelesning 9.

Kinserdal, F (2017g). *Har vi regnet riktig sensitivitet multipler*. Bergen: Norges Handelshøyskole, BUS 425 Forelesning 11b.

Knivsfå, K. (2018a). *Regnskapsanalyse ramme og «trailing»*. Bergen: Norges Handelshøyskole, BUS440 Forelesning 3.

Knivsflå, K. (2018b). *Omgruppering for analyse*. Bergen: Norges Handelshøyskole, BUS440 Forelesning 4.

Knivsflå, K. (2018c). *Omgruppering balanse og kontantstrøm*. Bergen: Norges Handelshøyskole, BUS440 Forelesning 5.

Knivsflå, K. (2018d). *Avkastningskrav*. Bergen: Norges Handelshøyskole, BUS440 Forelesning 10.

Knivsflå, K. (2018e). *Usikkerhet i verdiestimatet*. Bergen: Norges Handelshøyskole, BUS440 Forelesning 19.

Kontali Analyse AS (2018, udatert). *The Salmon Farming Industry in Norway 2017*. Hentet 14. januar 2018 fra http://www.kontali.no/?div_id=39&pag_id=41

Laks.no. (2018, udatert). Norsk laks fra fjord til bord. Hentet 13. januar 2018 fra <http://www.laks.no/lakseproduksjon>

Laksefakta. (2016, 9. mai). Hvorfor rømmer laksen? Hentet 25. februar fra: <https://laksefakta.no/laks-og-miljo/romming>

Lerøy Seafood. (2018). *Q4 2017 rapport*. Hentet fra <https://www.leroyseafood.com/no/investor/rapporter-og-webcast/kvartalsrapporter/>

Lerøy Seafood. (2017). *Årsrapport 2016*. Hentet fra <https://www.leroyseafood.com/no/investor/rapporter-og-webcast/arsrapporter/>

Lerøy Seafood. (2016). *Årsrapport 2015*. Hentet fra <https://www.leroyseafood.com/no/investor/rapporter-og-webcast/arsrapporter/>

Lerøy Seafood. (2015). *Årsrapport 2014*. Hentet fra <https://www.leroyseafood.com/no/investor/rapporter-og-webcast/arsrapporter/>

Lerøy Seafood. (2014). *Årsrapport 2013*. Hentet fra <https://www.leroyseafood.com/no/investor/rapporter-og-webcast/arsrapporter/>

Lerøy Seafood. (2013). *Årsrapport 2012*. Hentet fra <https://www.leroyseafood.com/no/investor/rapporter-og-webcast/arsrapporter/>

Marine Harvest. (2018). *Q4*. Hentet fra <http://marineharvest.com/investor/quarterly-material/>

Marine Harvest. (2017a). *Annual Report 2016*. Hentet fra <http://marineharvest.com/investor/annual-reports/>

Marine Harvest (2017b). *Salmon Farming Industry Handbook*. Hentet 7. Januar 2018 fra <http://marineharvest.com/globalassets/investors/handbook/salmon-industry-handbook-2017.pdf>

Marine Harvest. (2016). *Annual Report 2015*. Hentet fra <http://marineharvest.com/investor/annual-reports/>

Marine Harvest. (2015). *Annual Report 2014*. Hentet fra <http://marineharvest.com/investor/annual-reports/>

Marine Harvest. (2014). *Annual Report 2013*. Hentet fra <http://marineharvest.com/investor/annual-reports/>

Marine Harvest. (2013). *Annual Report 2012*. Hentet fra <http://marineharvest.com/investor/annual-reports/>

MSCI (2018, 13. mars). MSCI World Index. Hentet fra <https://www.msci.com/world>

Nissen-Meyer, J. (2015, 5. april). Norsk sjømat trosser Putin. *e24*. Hentet 20. februar 2018 fra <https://e24.no/naeringsliv/fiskeri/norsk-sjoemat-trosser-putin/23427682>

Norges Bank (2018, 21. mars). Valutakurser. Hentet fra <https://www.norges-bank.no/Statistikk/Valutakurser/>

Norges Bank (2018a, 02. mars). Statsobligasjoner daglige noteringer. Hentet fra <https://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/>

Norges Bank (2018b). Ny forskrift for pengepolitikken. Hentet 2. mars fra <https://www.norges-bank.no/Publisert/Pressemeldinger/2018/2018-03-02-pressemelding/>

Norges Bank. (2017, 14. desember). *Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet 4/17*. Hentet 28. januar fra http://static.norges-bank.no/contentassets/bf93b8d53485444282c5118f4cab81ca/ppr_4_17.pdf?v=01/15/2018125038&ft=.pdf

Nordlaks. (2018). Havfarmene. Hentet 13. februar fra nordlaks.no/havfarmene

Norges fiskeri- og kysthistorie. 2014. *BAND 5 HAVBRUK*. Hentet 7. januar 2018 fra <https://norges-fiskeri-og-kysthistorie.w.uib.no/bokverket/bind-5-havbrukshistorie/>

Norges Sjømatråd (2018, 8. februar). Nøkkeltall. Hentet fra <http://seafood.no/markedsinnsikt/nokkeltall/>

Norges Sjømatråd (2018a, 8. januar). En million tonn laks for 64,7 milliarder i 2017. Hentet 28. januar fra <http://www.mynewsdesk.com/no/seafood/pressreleases/en-million-tonn-laks-for-647-milliarder-i-2017-2361515>

Norsk Fiskerinæring (2016). Voldsom effektivitetsøkning! *Norsk Fiskerinæring*, 56(8), s. 108-111. Hentet fra <http://digital.findexaforlag.no/i/729642-utgave-8-2016/0?m4>

Norway Royal Salmon (2018). *Kvartalsrapport Q4-2017*. Hentet fra <https://norwayroyalsalmon.com/no/investor/Finansielle-rapporter>

Norway Royal Salmon (2017). *Årsrapport 2016*. Hentet fra <https://norwayroyalsalmon.com/no/investor/Finansielle-rapporter>

Norway Royal Salmon (2016). *Årsrapport 2015*. Hentet fra <https://norwayroyalsalmon.com/no/investor/Finansielle-rapporter>

Norway Royal Salmon (2015). *Årsrapport 2014*. Hentet fra <https://norwayroyalsalmon.com/no/investor/Finansielle-rapporter>

Norway Royal Salmon (2014). *Årsrapport 2013*. Hentet fra <https://norwayroyalsalmon.com/no/investor/Finansielle-rapporter>

Norway Royal Salmon (2013). *Årsrapport 2012*. Hentet fra <https://norwayroyalsalmon.com/no/investor/Finansielle-rapporter>

NOU 2014: 13 (2013). Kapitalbeskatning i en internasjonal økonomi. Oslo.

Nærings- og fiskeridepartementet (2015). *Forutsigbar og miljømessig bærekraftig vekst i norsk lakse- og ørretoppdrett*. Meld St. 16 2014-2015. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld.-st.-16-2014-2015/id2401865/>

Oslo børs (2018). <https://www.oslobors.no/>

Penman, S. H. (2010) *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. (4. utg.) New York: McGraw-Hill/Irwin.

Penman, S. H. (2013) *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. (5. utg.) New York: McGraw-Hill.

Pettersson, E. M. (2018, 12. februar). Nordlaks har etablert Havfarm-selskap. *Vol.no*. Hentet 20. februar 2018 fra <http://www.vol.no/nyheter/hadsel/2018/02/12/Nordlaks-har-etablert-Havfarm-selskap-16070217.ece>

Porter, M. E (2008). *The Five Competitive Forces That Shape Strategy*. Harvard Business Review. Hentet 17. januar 2018 fra

<http://web.a.ebscohost.com/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=2&sid=0232a577-a442-4874-bb84-902b04437762%40sessionmgr4006>

Produksjonsområdeforskriften (2017). Forskrift om produksjonsområder for akvakultur av matfisk i sjø av laks, ørret og regnbueørret.

PWC (2017, desember). *Risikopremien i det norske markedet*. Hentet fra <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-markedsrisikopremie-2017.pdf>

SalMar ASA (2018a). *Kvartalsrapport Fjerde kvartal 2017*. Hentet fra <https://www.salmar.no/kvartalsrapporter/>

SalMar ASA (2017a). *Årsrapport 2016*. Hentet fra <https://www.salmar.no/arsrapporter/>

SalMar ASA (2017b). *Bærekraftsrapport 2016*. Hentet fra <https://www.salmar.no/arsrapporter/>

SalMar ASA (2017c). *SalMar Q3 2017 rapport*. Hentet fra <https://www.salmar.no/kvartalsrapporter/>

SalMar ASA (2016). *Årsrapport 2015*. Hentet fra <https://www.salmar.no/arsrapporter/>

SalMar ASA (2015). *Årsrapport 2014*. Hentet fra <https://www.salmar.no/arsrapporter/>

SalMar ASA (2014). *Årsrapport 2013*. Hentet fra <https://www.salmar.no/arsrapporter/>

SalMar ASA (2013). *Årsrapport 2012*. Hentet fra <https://www.salmar.no/arsrapporter/>

SalMar ASA (2012). *Årsrapport 2011*. Hentet fra <https://www.salmar.no/arsrapporter/>

Statistisk sentralbyrå (2018). *Konsumprisindeksen* Hentet 21. mars 2018 fra <https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/statistikker/kpi>

Statistisk sentralbyrå (2017, oktober 26). Akvakultur. Hentet fra <https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/statistikker/fiskeoppdrett/aar>

Verdensbanken (2013, desember). FISH TO 2030. Prospects for Fisheries and Aquaculture. Hentet 20. februar 2018 fra <http://documents.worldbank.org/curated/en/458631468152376668/Fish-to-2030-prospects-for-fisheries-and-aquaculture>

Tabelloversikt

TABELL 2-1 - UTVIKLING LAKSEPRIS - ÅRLIG SNITT (FISHPOOL, 2018).....	9
TABELL 2-2 - GJENNOMSNITTSPRISER LAKS OG REGNBUEØRRET (NORGES SJØMATRÅD, 2018).....	13
TABELL 2-3 - BEREGNEDE KOSTNADER PR. KG PRODUSERT FISK (FISKERIDIREKTORATET, 2017D)	14
TABELL 2-4 - BEREGNEDE KOSTNADER PR. KG PRODUSERT FISK, RELATIVE STØRRELSER	15
TABELL 3-1 - ESTIMERE FREMTIDIG KONTANTSTRØM ETTER SKATT	24
TABELL 3-2 - ESTIMERE VERDI AV EGENKAPITALEN.....	25
TABELL 4-1 - HELHETSURDERING PORTERS FEM KREFTER	44
TABELL 4-2 - INNOVAMAR - MIDLERTIDIG FORTRINN	47
TABELL 4-3 - OCEAN FARMING - MIDLERTIDIG FORTRINN	49
TABELL 4-4 - SVIMA SALMAR - MIDLERTIDIG FORTRINN	49
TABELL 4-5 - OPPSUMMERING STRATEGISK ANALYSE - SWOT.....	51
TABELL 5-1 - OMGRUPPERT BALANSE	58
TABELL 5-2 - NORMALISERT EBITDA SALMAR	61
TABELL 6-1 - FORHOLDSTALL MELLOM DRIFTSINTEKTER, SOLGT VOLUM OG LAKSEPRIS.....	65
TABELL 6-2 - UTVIKLING PRIS OG VOLUM KORT SIKT - NØYTRALT SCENARIO	69
TABELL 6-3 - UTVIKLING PRIS OG VOLUM KORT SIKT - OPTIMISTISK SCENARIO	69
TABELL 6-4 - UTVIKLING PRIS OG VOLUM KORT SIKT - PESSIMISTISK SCENARIO.....	70
TABELL 6-5 - UTVIKLING PRIS OG VOLUM MELLOMLANG SIKT - NØYTRALT SCENARIO	72
TABELL 6-6 - UTVIKLING PRIS OG VOLUM MELLOMLANG SIKT - OPTIMISTISK SCENARIO	73
TABELL 6-7 - UTVIKLING PRIS OG VOLUM MELLOMLANG SIKT - PESSIMISTISK SCENARIO.....	73
TABELL 6-8 - UTVIKLING LANG SIKT - NØYTRALT SCENARIO.....	75
TABELL 6-9 - UTVIKLING LANG SIKT - OPTIMISTISK SCENARIO	75
TABELL 6-10 - UTVIKLING LANG SIKT - PESSIMISTISK SCENARIO	76
TABELL 6-11 - VEKST 2012 - 2017 TOTAL OG GJENNOMSNITTLIG ÅRLIG KOSTNADSVÆKST PER KILOGRAM SOLGT VOLUM.....	81
TABELL 6-12 - UTVIKLING DRIFTSKOSTNAD KORT SIKT PER KILOGRAM - NØYTRALT SCENARIO	83
TABELL 6-13 - UTVIKLING DRIFTSKOSTNADER KORT SIKT PER KILOGRAM - OPTIMISTISK SCENARIO	83
TABELL 6-14 - UTVIKLING DRIFTSKOSTNADER KORT SIKT PER KILOGRAM - PESSIMISTISK SCENARIO	84
TABELL 6-15 - UTVIKLING DRIFTSKOSTNADER MELLOMLANG SIKT PER KILOGRAM - NØYTRALT SCENARIO	85
TABELL 6-16 - UTVIKLING DRIFTSKOSTNADER MELLOMLANG SIKT PER KILOGRAM - OPTIMISTISK SCENARIO	85
TABELL 6-17 - UTVIKLING DRIFTSKOSTNADER MELLOMLANG SIKT - PESSIMISTISK SCENARIO	85
TABELL 6-18 - HISTORISKE INVESTINGER OG AVSKRIVNING SALMAR.....	88
TABELL 6-19 - INVESTINGER OG AVSKRIVNINGER - SAMMENLIGNING MED KOMPARATIVE SELSKAP	89
TABELL 6-20 - INVESTINGER PR. KG 2012 – 2017	91
TABELL 6-21 - INVESTINGER - PROGNOSE NØYTRALT SCENARIO	92

TABELL 6-22 - INVESTERINGER - PROGNOSE OPTIMISTISK SCENARIO	93
TABELL 6-23 - INVESTERINGER - PROGNOSE PESSIMISTISK SCENARIO	93
TABELL 6-24 - HISTORISK UTVIKLING VEKSTAVHENGIG ARBEIDSKAPITAL SALMAR	94
TABELL 7-1 - KONTANTSTRØM NØYTRALT SCENARIO - KORT SIKT	99
TABELL 7-2 - KONTANTSTRØM NØYTRALT SCENARIO - MELLOMLANG OG LANG SIKT	100
TABELL 7-3 - KONTANTSTRØM OPTIMISTISK SCENARIO - KORT SIKT	102
TABELL 7-4 - KONTANTSTRØM OPTIMISTISK SCENARIO - MELLOMLANG OG LANG SIKT.....	102
TABELL 7-5 - KONTANTSTRØM PESSIMISTISK SCENARIO - KORT SIKT	104
TABELL 7-6 - KONTANTSTRØM PESSIMISTISK SCENARIO - MELLOMLANG OG LANG SIKT.....	105
TABELL 8-1 – STATSOBLIGASJONSRENTE (NORGES BANK, 2018A)	108
TABELL 8-2 - JUSTERT HISTORISK EGENKAPITALBETA SALMAR (2012-2018)	111
TABELL 8-3 - GJENNOMSNIITLIG GJELDSKOSTNAD SALMAR 2014 – 2016.....	114
TABELL 9-1 - ESTIMERT EV - DISKONTERTE KONTANTSTRØMMER – SANNSYNLIGHETSVEKTET.....	117
TABELL 9-2 - EGENKAPITALVERDI 2. MARS 2018 FUNDAMENTAL VERDSETTELSE.	118
TABELL 9-3 - EGENKAPITALVERDI 2. MARS 2018 ULIKE SCENARIO.	119
TABELL 10-1 - EV/EBITDA - MULTIPPEL	121
TABELL 10-2 - EV/EBIT – MULTIPPEL	122
TABELL 10-3 - OPPSUMMERING VARIABLER TIL SIMULERINGSANALYSE	129

Figuroversikt

FIGUR 2-1: UTVIKLING ÅRLIG PRODUKSJON AV ATLANTISK LAKS. (MARINE HARVEST, 2017B)	9
FIGUR 2-2 - RELATIV PRISUTVIKLING I NOK OG EUR	10
FIGUR 2-3: RELATIVE PRICE DEVELOPMENT OF PROTEIN PRODUCTS (MARINE HARVEST, 2017B)	11
FIGUR 2-4 - COASTLINES FEASIBLE FOR SALMON FARMING (MARINE HARVEST, 2017B).....	12
FIGUR 2-5 - FØRPRODUSENTERS MARKEDSANDEL I NORGE 2015 (MARINE HARVEST, 2017B)	15
FIGUR 2-6 - GLOBAL TRADE FLOW OF FARMED ATLANTIC SALMON (MARINE HARVEST, 2017B).....	16
FIGUR 2-7 - SALMAR ASA - KURSUTVIKLING SISTE 5 ÅR MOT OSEBX (OSLO BØRS, 2018)	19
FIGUR 2-8 - RELATIV UTVIKLING KOMPARATIVE SELSKAP MOT OSEBX (OSLO BØRS, 2018).....	22
FIGUR 4-1 - NORGES SJØMATRÅD (2018A)	32
FIGUR 4-2 - UTVIKLING NOK MOT EUR OG USD 2003-2017 (NORGES BANK, 2018).	33
FIGUR 4-3 - NORGES BANK SITT ANSLAG FOR UTVIKLING AV STYRINGSRENTEN FREMOVER (NORGES BANK, 2017).	34
FIGUR 4-4 - MICHAEL PORTERS 5 KONKURRANSEKREFTER	38
FIGUR 5-1 - FRA RAPPORTERT TIL OMGRUPPERT BALANSE FOR ANALYSE (KINSERDAL, 2017B)	55
FIGUR 6-1 – RELATIV ENDRING I LAKSEPRIS OG DRIFTSINNTEKTER.....	66
FIGUR 6-2 - RELATIV ENDRING I LAKSEPRIS OG DRIFTSINNTÉKT PR. KG SOLGT LAKS	66
FIGUR 6-3 - RELATIV VEKST I SOLGT VOLUM	67
FIGUR 6-4 - HISTORISK UTVIKLING OG PROGNOSE REALVEKST BNP (IMF, 2018)	74
FIGUR 6-5 - UTVIKLING I DRIFTSKOSTNADER SOM ANDEL AV DRIFTSINNTEKTER.....	76
FIGUR 6-6 - RELATIV ENDRING I LAKSEPRIS OG DRIFTSKOSTNADER	77
FIGUR 6-7 - RELATIV ENDRING I LAKSEPRIS OG DRIFTSKOSTNADER PR. KG SOLGT LAKS.....	77
FIGUR 6-8 - KOSTNADER DEKOMONERT ABSOLUTT	79
FIGUR 6-9 - RELATIV UTVIKLING VAREKOSTNAD PR. ENHET SOLGT VOLUM.....	80
FIGUR 6-10 - RELATIV UTVIKLING LØNNKOSTNAD PR. ENHET SOLGT VOLUM.....	80
FIGUR 6-11 - RELATIV UTVIKLING ANDRE DRIFTSKOSTNADER (ADK) PR. ENHET SOLGT VOLUM.....	80
FIGUR 6-12 - UTVIKLING EBITDA - MARGIN OG LAKSEPRIS 2012 – 2017	86
FIGUR 6-13 - UTVIKLING EBITDA - MARGIN PR. KG SOLGT LAKS.....	87
FIGUR 6-14 - HISTORISKE INVESTERINGER MOT BRANSJE (KOMPARATIVE SELSKAP) I PROSENT AV OMSETNING	90
FIGUR 10-1 - EV/EBITDA HØYESTE OG LAVESTE ESTIMAT (MILLIARDER KRONER)	121
FIGUR 10-2 - EV/EBIT HØYESTE OG LAVESTE ESTIMAT	123
FIGUR 10-3 - TORNADODIAGRAM – DE 14 VARIABLENE MED HØYEST PÅVIRKNING PÅ EGENKAPITALVERDIEN VED +/- 20 % ENDRING I VARIABLEVERDI	125
FIGUR 10-4 - MONTE-CARLO SIMULERINGER SOM INDIKERER USIKKERHETEN I VERDIESTIMATET	131
FIGUR 10-5 - RESULTAT MONTE-CARLO SIMULERINGER.....	132