

Ulrik Tenfjord

Stian Olsen

Martin Didriksen

Verdivurdering av SalMar ASA

Semesteroppgave i Finansiell Styring 2019



Forord

Denne oppgaven er gjennomført under siste semesteret på bachelor i Økonomi og Administrasjon ved NTNU Handelshøyskolen. Oppgaven vi har valgt er å gjennomføre en verdsettelse av oppdrettsselskapet SalMar ASA. Denne semesteroppgaven tilsvarer 7,5 studiepoeng i retningen Finansiell styring. Alle beregninger og teori er basert på kunnskaper opparbeidet gjennom tre år på NTNU Handelshøyskolen.

Vi valgte å verdsette SalMar på grunn av deres gode renommé og sterke markedssituasjon. Vi ser i tillegg på oppdrettsbransjen som en meget interessant bransje, og ønsket å benytte oss av denne muligheten til å tilegne oss kunnskap om bransjen, som ingen av oss visste veldig mye om fra før av. SalMar har hatt en utrolig vekst de siste årene, og vi var spesielt interessert i om de kunne fortsette denne veksten fremover.


Nå som vi har gjennomført verdsettelsen sitter vi igjen med gode erfaringer, kompetanse, og en helhetlig forståelse av oppdrettsnæringen og dens potensiale, samt utfordringer næringen står ovenfor.

Til slutt vil vi gi en takk til vår veileder Denis Becker.

Trondheim 08.04.2019



Martin Didriksen



Ulrik Tenfjord



Stian Olsen

Sammendrag

Formålet med denne oppgaven var å foreta en verdsettelse av SalMar ASA. Vi har valgt følgende problemstilling:

Hva er SalMar ASA verdt?

Innledningsvis i denne oppgaven har vi foretatt en beskrivelse av SalMar, med historie og status i dag, etterfulgt av en generell beskrivelse av selve oppdrettsbransjen. Videre har vi gjennomført en strategisk analyse hvor vi startet med en intern analyse ved hjelp av en VRIO-analyse, for så å gjøre en ekstern analyse ved PESTEL-analyse og Porters bransjeanalyse som henholdsvis tar for seg makro og mikroomgivelsene. Som avslutning på den strategiske analysen foretok vi en SWOT-analyse for å oppsummere våre funn. Kort oppsummert sier den strategiske analysen at SalMar har vesentlige stordriftsfordeler, et voldsomt fokus på innovative løsninger, og at disse ressursene er lett imiterbare i framtiden. Det kommer også fram at det jobbes for å øke konsumet av sjømat både i Norge og på verdensbasis, noe som kan gi en generell positiv effekt for bransjen.

Videre har vi gjennomført en regnskapsanalyse basert på nøkkeltall beregnet av historiske regnskapstall. Analysen viser at SalMar stort sett har hatt en kontinuerlig positiv utvikling de seneste årene, hvor de fleste nøkkeltall har pekt i positiv retning, med en jevnt over god soliditet.

Som avslutning på oppgaven gjennomførte vi en finansiell analyse for å verdsette selskapet. Metodene vi brukte for verdsettelsen var dividendemodellen, DCF-metoden og multippel-analyse. Disse metodene ga hver sin pris på aksjen, og vi valgte derfor å vekte disse etter hva vi festet mest lit til, med henholdsvis 50% på DCF-metoden og 25% på de to andre. Resultatet av dividendemodellen var en pris pr. aksje på 446,60 kroner, mens resultatet av DCF-metoden og multippel-analysen ble henholdsvis 374,37 kroner og 315,86 kroner. Det var altså relativt store forskjeller på resultatene, men dette kan skyldes ulik grad av kompleksitet ved modellene. Totalt fikk vi en aksjekurs på 377,8 kroner, og konkluderer altså med at SalMar er overpriset i dagens marked.

Abstract

The purpose of this report task was to make a valuation of SalMar ASA. We have chosen the following issue:

What is SalMar ASA worth?

Initially in this task we have made a description of SalMar, with history and status today, followed by a general description of the actual aquaculture industry. Furthermore, we have done a strategic analysis where we started with an internal analysis using the VRIO-model, followed by an external analysis with PESTEL and Porter's five forces, that relate to macro and micro perspectives. To conclude the strategic analysis, we did a SWOT-analysis to summarize our findings. Short summarized, the strategic analysis of SalMar says that they have significantly benefits of high production and a strong focus on innovative solutions, but these resources are easily imitable by their competitors in the future. Also, there are a lot of campaigns to increase the consumption of seafood both in Norway and worldwide, which can give a general positive effect for the industry.

Furthermore, we have an accounting analysis based on key figures calculated from historical figures. Analyzes show that SalMar largely has a continuous positive development in recent years, where most key figures have gone in the right direction, with a steady solvency.

As a conclusion to the rapport, we conducted a financial analysis to value the company. The methods we used for valuation were; the dividend model, the DCF-method (discounted free cash flow) and a multiple analysis. These methods gave different prices on the stock, and we chose therefore to weight these according to what we thought were the most accurate, with 50% respectively on the DCF-method and 25% on the others. The result of the dividend model was a price per share of 446.6, while the results of the DCF-method and multiple analysis gave us a price per share of NOK 374.37 and NOK 315.86. There were relatively large differences in the results, but this may be due to different degrees of complexity of the models. As a result of our weights, we got a share price of NOK 377.8, and based on this we concluded that SalMar is overpriced in today's market.

Innholdsfortegnelse

Forord	2
Sammendrag	3
Abstract	4
1 Om SalMar ASA	7
1.1 Historie frem til i dag.....	7
1.2 Status i dag	8
2 Oppdrettsbransjen	10
2.1 Prosessen	10
2.2 Organisering av næringen.....	10
2.3 Utvikling.....	11
2.4 Historisk Lønnsomhet.....	11
3 Strategisk Analyse	12
3.1 Intern Analyse	12
3.2 Ekstern analyse.....	13
3.3 SWOT	24
4 Regnskapsanalyse med fokus på nøkkeltall	25
4.1 Lønnsomhetsanalyse	25
4.2 Soliditet og finansiering	28
4.3 Likviditet	33
4.4 Sammenligning av de mest sentrale firmaene	35
4.5 Oppsummering regnskapsanalyse	39
5 Avkastningskrav (WACC)	40
5.1 Egenkapitalkostnaden/Kapitalverdimodellen	40
5.2 Risikofri rente	40
5.3 Egenkapitalbetaen.....	41
5.4 Markedets Risikopremie	42
5.5 Egenkapitalkostnaden	42
5.6 Gjeldsrenten.....	43
5.7 Vekting av egenkapitalkostnad og gjeldskostnad	44
5.8 Avkastning på totalkapitalen (WACC)	44
6 Prognostisering av fremtidig fri kontantstrøm (FCF)	45
6.1 Driftsinntekter	46
6.2 Varekostnad	49
6.3 Lønnskostnad.....	49
6.4 Andre driftskostnader	50
6.5 Avskrivninger og nedskrivninger	51
6.6 Arbeidskapital.....	52
6.7 Investeringer	53

6.8	Fri Kontantstrøm.....	54
6.9	Terminalverdi	55
7	Verdsettelse	56
7.1	Verdsettelse etter DCF-metoden.....	56
7.2	Verdsettelse basert på multipler.....	57
7.3	Verdsettelse etter dividendemodellen	62
7.4	Konklusjon av verdsettelsen.....	64
8	Konklusjon	65
9	Kritikk av oppgaven.....	66
	Litteraturliste:	56
	Figurliste	71
	Tabelliste.....	72
	Vedlegg 1: Fullstendig årsregnskap for SalMar ASA.....	73

1 Om SalMar ASA

1.1 Historie frem til i dag

SalMar slik vi kjenner det i dag ble etablert på starten av 90-tallet. Det hele startet ved oppkjøpet av et konkursbo bestående av én konsesjon for lakseoppdrett samt et slakteanlegg. Derfra har alle piler pekt oppover. I løpet av få år anskaffet SalMar seg flere konsesjoner, og utvidet til ulike typer fisk og produksjon. I utgangspunktet var planen kun å drive med bearbeiding av frossen laks, men dette endret seg fort.

Da vi nærmet oss 2000-tallet hadde SalMar også begynt sin geografiske utvidelse. Selskapet kjøpte seg inn i Senja Sjøfarm AS, som satt på flere konsesjoner for oppdrett i Nord-Norge. Ved utgangen av år 2000 hadde totalt slaktet volum nådd 11 000 tonn, et tall som skulle mangedobles i årene som kom.

Videre utover 2000-tallet anskaffet SalMar seg flere og flere konsesjoner samtidig som slaktevolumet økte hyppig. I 2001 ble det også etablert en utenlandsk avdeling i samspill med en annen stor produsent, Lerøy. Denne avdelingen ble etablert i Skottland og eierskapet var fordelt med 50% på hver av SalMar og Lerøy. I 2005 bestemte selskapet seg for å selge seg ut av alt som ikke spesifikt kunne knyttes til det som nettopp er kjerneverdien til SalMar, god laks. Her ble også grunnlaget for det som senere skulle bli visjonen til SalMar, «Passion for Salmon», lagt. Derfra og ut skulle det kun dreie seg om laks.

Fra 2005 til 2010 ble selskapet raskt utvidet og tilegnet seg nye konsesjoner gjennom budrunder, men også gjennom store og mange oppkjøp av konkurrenter. Spesielt utvidet de produksjonen i region Midt-Norge, som også inkluderer Møre og Romsdal. Oppturen fortsatte utover starten av 2010-tallet. I 2011 sto den nye storsatsingen InnovaMar ferdig til bruk. Dette senteret skulle bli verdensledende på bearbeiding av laks, med innovative løsninger og en unik effektivitet.

I 2014 gikk konsernsjef Yngve Myhre av etter eget ønske og den tidligere yndlingen Leif Inge Nordhammer, som forlot sin post i 2011, returnerte. Nordhammer ble i 2016 erstattet av Trond Williksen som igjen ble erstattet av dagens konserndirektør, Olav-Andreas Ervik, i 2018. Selskapet fortsatte med sine oppkjøp utover 2010-tallet og tilegnet seg blant annet en minoritet i det Islandske selskapet Arnarlax HF.

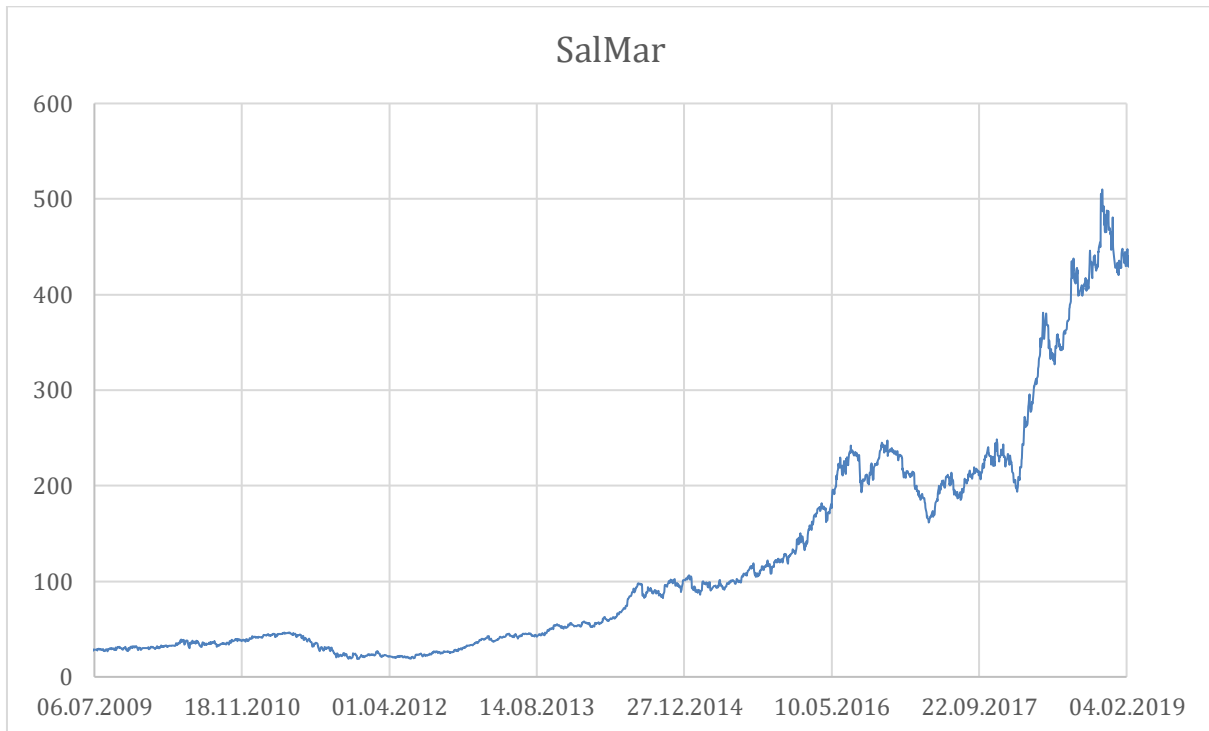
1.2 Status i dag

I dag er SalMar ASA en av de største og mest effektive produsentene av oppdrettslaks i verden. Selskapet er nå innehaver av 100 lisenser og er, i tillegg til å være en av Norges største produsenter, Storbritannias nest største produsent med en kapasitet på 30 000 tonn sløyd laks. Selskapets hovedkontor er lokalisert på Frøya hvor vi også finner slaktings- og bearbeidingsanlegget InnovaMar. SalMar har også startet bygging av et nytt senter i Nord-Norge, InnovaNor, som forventes å stå klart i løpet av 2020. SalMar tar styring på å selv kontrollere alle faser av produksjonen, eller med andre ord; å ha kontroll på hele verdikjeden.

SalMar ønsker i størst mulig grad å være selvforsynt med smolt fra sine anlegg i Møre og Romsdal og har også tatt hensyn til at de må ha tilgang på ferskvannsressurser som tillater for vekst. Den største delen av produksjonen er selve oppdretten. Denne fasen er det datterselskapet SalMar Farming AS som står for. Fokuset ligger her på kostnadseffektiv drift samt høy etisk standard. Hovedproduksjonen ligger i det de omtaler som segment Midt-Norge. SalMar har som nevnt investert tungt i eget foredlingsanlegg som ligger i tilknytning til oppdrettsanleggene. Her hevder de å ha oppnådd det vi kjenner som stordriftsfordeler relativt til resten av bransjen. Dette kommer vi nærmere inn på i den strategiske analysen.

Siste delen av verdikjeden er salg og distribusjon. De har sitt eget salgsteam, men benytter seg også av samarbeidspartnere. De ønsker å levere et bredt spekter av lakseprodukter, både fersk og frossen. Kundemassen er global og det er en utfordring å få transportert ferskvarer til alle verdens hjørner, derfor satses det på hurtig og effektiv distribusjon.

Videre kan historien til SalMar frem til i dag best oppsummeres ved å ta en titt på aksjekursen. Selskapet ble børsnotert på Oslo børs i 2007 og utviklingen over tid har vært svært god.



Figur 1: Kursutvikling SalMar ASA

Som vi ser har kursutviklingen fra IPO vært svært positiv. Fra relativt små fluktasjoner de første årene har svingningene økt dramatisk de siste tre. Aksjekursen pr. 13.02.2019 er 432,20 kr (Oslo Børs, 2019). Dette er en del ned fra høyden i 2018, hvor den bikket 500 kr.

SalMars visjon er «Passion for Salmon», og de hevder også at fokuset skal ligge på prestasjoner og ikke resultater. De ønsker å være fremragende i alle ledd og elementer av produksjonen.

2 Oppdrettsbransjen

2.1 Prosessen

Vi mennesker har drevet fiskeoppdrett i lang tid, men det er først fra 80-tallet at næringen har skutt fart og blitt en stor del av den norske økonomien. Fiskeoppdrett inngår i begrepet *akvakultur*. Det er dette begrepet man ofte kommer over når man leser rapporter og analyser knyttet til næringen. Akvakultur omfatter alle former for produksjon av akvatiske organismer. Fiskeoppdrett er prosessen som strekker seg fra kunstig befruktning, klekking og oppforing av fisk, til den er sendeclar fra foredlingscenteret. Hovedsakelig dreier det seg om laks, men også noe ørret.

Laks er en såkalt anadrom fiskeart, dette kompliserer prosessen fordi fisken lever sine første stunder i ferskvann før den vandrer til sjøen. På grunn av dette er det nødvendig med settefiskanlegg. Disse anleggene aler opp yngel til den blir klar for sjøsetting, og når fisken er klar blir den flyttet over til merder. Disse kan man se i mange norske fjorder. I flytemerdene tilbringer fisken sine dager til den er klar for slakting, her ligger også de største miljøutfordringene for bransjen som vi kommer tilbake til senere. Det dreier seg hovedsakelig om lakselus og hvorvidt fôret som benyttes er skadelig for livet i fjorden ellers.

2.2 Organisering av næringen

Siden akvakultur er en konsesjons- og tillatelsesbasert næring må man altså ha tillatelse fra staten før man kan sette i gang. Fiskeridirektoratet er det organet som deler ut disse konsesjonene, og ifølge deres nettsider innebærer en slik konsesjon at man inngår en slags samfunnskontrakt der innehaveren får et særskilt gode, men i gjengjeld skal bidra med verdiskapning for lokalsamfunnet. Disse konsesjonene er svært ettertraktet, siden de bare gis ut i et begrenset antall. De kan enten anskaffes gjennom en søknad eller gjennom oppkjøp. Dette er regulert i akvakulturloven, og myndighetene begrunner denne ordningen med den enorme etterspørselen og miljøkonsekvensene det hadde fått om alle fikk drive fritt. Antallet konsesjoner øker likevel årlig slik at vekstpotensialet for næringen fremdeles er der. Det er flere store aktører i Norge som konkurrerer om disse tillatelsene, blant de viktigste finner vi Marine Harvest, Lerøy Group, Grieg Seafood og Norway Royal Salmon.

2.3 Utvikling

Utviklingen i næringen har vært eventyrlig siden årtusenskiftet. Det totale salget av laks har kun gått en vei frem til 2017, som er siste tallmateriale vi har tilgang til per dags dato. Fra 2007 til 2017 så vi en tilnærmet firedobling av salget, hvorav det meste gjøres opp av eksport. Ifølge tall fra SSB øker også sysselsettingen i bransjen i jevnt rolig tempo. I 2017 var om lag 7500 sysselsatt i tilknytning til matfisk produksjon. Dette til tross for at økt produktivitet har redusert antall sysselsatte i direkte tilknytning til slakting, økningen er altså knyttet til arbeidsplasser dannet av ringvirkningene av den økte produksjonen og eksporten.

2.4 Historisk Lønnsomhet

Oppdrett har ikke alltid vært like lønnsomt som det er i dag. Frem til 1991 kunne hvert enkelt foretak kun inneha én konsesjon. Dette resulterte i en rekke mindre lønnsomme enkeltforetak. Etter endringen så man en endring i strukturen og det ble vanligere med større aksjeselskap. Dette sammen med nye og mer produktive foredlingsteknikker gjorde at lønnsomheten per årsverk steg drastisk utover 90-tallet. Et annet viktig element her er lakseprisen, som er noe volatil, men som har steget over tid.

3 Strategisk Analyse

3.1 Intern Analyse

I vår interne analyse av SalMar skal vi fokusere på analysemodellen VRIO. VRIO-analysen tar utgangspunkt i å analysere om de interne ressursene til et selskap er verdifulle, sjeldne og imiterbare, og om selskapets organisatoriske struktur gir dem et konkurransefortrinn overfor sine konkurrenter. «VRIO-modellen, utviklet av Barney (1997), handler om å identifisere og etablere konkurransefortrinn som har potensial til å bli langvarige» (Erichsen, Solberg og Stiklestad, 2018, s. 276).

3.1.1 Bedriftens kjernekompetanse

For å gjennomføre en slik analyse må vi først etablere hvilke interne ressurser som er de viktigste for SalMar som organisasjon. Av SalMar ASA (2019a) kommer det frem at en av de viktigste kjernekompetansene til bedriften er oppdrettsprosessen, fra yngel- og smoltproduksjon i seks forskjellige anlegg i Møre og Romsdal, Trøndelag og Troms, til slakting og foredling av ferdiglaks på det nye slakteanlegget InnovaMar på Frøya. SalMar som organisasjon har ansvar for hele prosessen fra start til slutt, noe organisasjonen selv ser på som noe av det viktigste for både kvalitet og verdiskapning i bedriften (SalMar ASA, 2019a).

Det er ingen tvil om at SalMars kjernekompetanse er verdifull og verdiskapende for organisasjonen, men hvorvidt det også er sjeldent eller vanskelig å imitere er mer usikkert. I det norske laksemarkedet i dag er det fire-fem store aktører, med Mowi ASA (tidl. Marine Harvest) og SalMar ASA som de to største (Oslo Børs, 2019). Av Mowi ASA (2019) fremkommer det at også deres virke inneholder hele oppdrettsprosessen fra start til slutt, det er derfor vanskelig å se for seg at dette som kjernekompetanse gir noe stort konkurransefortrinn ovenfor SalMars største konkurrent.

3.1.2 InnovaMar og InnovaNor

Noe som derimot kan vurderes som et fortrinn ovenfor konkurrentene, muligens med unntak av Mowi, er de økonomiske stordriftsfordelene ved store slaktevolum samlet ved ett slakteanlegg. Slakteanlegget InnovaMar på Frøya stod ferdig til bruk i starten av 2011 og var da et av verdens mest innovative og automatiserte slakteanlegg (SalMar ASA, 2019a). Selv med opplæringstid og andre oppstartskostnader slaktet anlegget 80 000 tonn laks i 2011, og har en makskapasitet på 150 000 tonn. Det kan tenkes at økt grad av automatisering og gode slakterutiner gir fordeler i form av kostnadskutt sammenlignet med noen av konkurrentene. Dette er også anlegg som krever store investeringskostnader, noe som kan gjøre det vanskelig for konkurrenter å imitere.

I tillegg er det lagt planer for et nytt slakteanlegg i Senja Kommune i Troms, InnovaNor, som etter planen skal stå klart til bruk høsten 2020 (SalMar ASA, 2019b). Dette er et anlegg som skal styrke SalMars posisjon i Nord-Norge, og være med på å bidra til økt automatisering av slakteprosessen som bedriften ønsker å dra nytte av i mange år fremover. Dette kan ses på som en styrking av bedriftens interne ressurser og et avskrekkingsmiddel for potensielle utfordrere. Noe som gjør SalMars kjernekompetanse vanskeligere å imitere.

3.2 Ekstern analyse

3.2.1 PESTEL

PESTEL er en modell som peker på makroforhold i en virksomhets omgivelser, altså forhold som vil kunne bidra til om en virksomhets strategier vil lykkes eller ikke. Dette er faktorer SalMar selv ikke kan påvirke, men som de bør forsøke å identifisere, analysere og ta egne strategiske valg ut fra. PESTEL står for Political (politiske forhold), Economic (økonomiske forhold), Social (sosiokulturelle forhold), Technological (teknologiske forhold), Environmental (miljømessige forhold) og Legal (juridiske forhold). Målet med analysen er å avdekke potensielle muligheter og trusler som kan påvirke selskapets nåværende og fremtidige strategi. (Erichsen, Solberg og Stiklestad, 2018 s. 267)

Politiske forhold

SalMar eksporterer store mengder fisk og har de siste årene opplevd en økning i salget til andre land. Det blir derfor viktig å ta stilling til de politiske forholdene i de landene man eksporterer til, i tillegg til Norge. Norges forhold til andre land kan ha direkte påvirkning på SalMars eksport, noe vi har sett eksempler på de seneste årene. Et eksempel på dette så vi etter at kineseren Liu Xiaobo fikk nobels fredspris i 2010. Som følge av dette stanset Kina all import av norsk laks. SalMar er sammen med Lerøy Seafood og Nordlaks de eneste virksomhetene som fortsatt er utestengt fra det kinesiske markedet. Utestengelsen skyldes, i følge kinesiske myndigheter, frykt for at kinesisk fisk skulle bli smittet av fiske sykdommer som PD og ILA som tidligere var påvist i de utestengte fylkene.

Lakseindustrien er underlagt flere avgifter og reguleringer slik som tolltariffer, grensekryssingskostnader, veterinærsertifisering, importkvoter, MVA og minimumspriser for å nevne noen. Disse barrierene har som hensikt å beskytte egen industri for konkurranse fra utlandet, samt sørge for at produktene er trygge overfor forbrukerne.

Økonomiske forhold

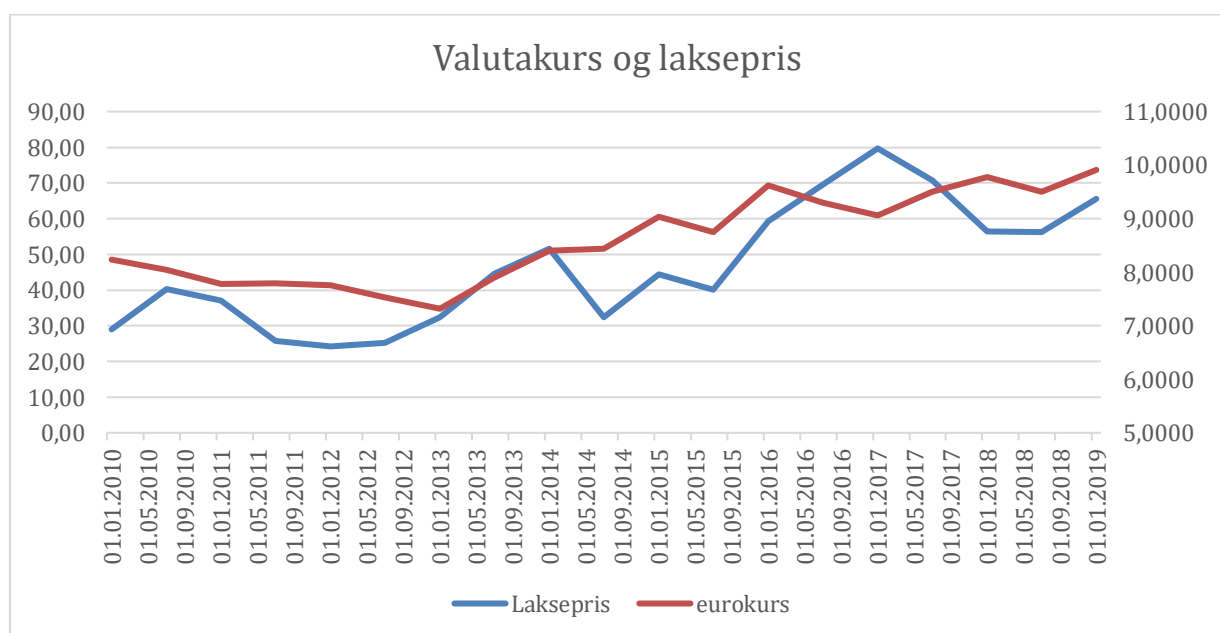
Det aller meste av SalMars produkter selges internasjonalt, hovedsakelig med oppgjør i EURO, USD, GBP OG JPY. Utvikling i valutakurser innebærer derfor en viss økonomisk risiko for konsernet. Kort fortalt vil en svak norsk krone bety mer norske kroner inn for SalMar. Salg i utenlandsk valuta sikres på transaksjonstidspunktet, og selskapet benytter terminkontrakter som sikringsmoment. Selskapets kostnader er derimot lite påvirket av valutakursene siden kjøp av innsatsfaktorer og lønn hovedsakelig skjer i norske kroner.

Rentenivået påvirker i hovedsak SalMar på to måter. For det første påvirker rentenivået i Norge kronekursen direkte noe som igjen har en direkte effekt på deres inntekter gjennom rentas korrelasjon med kronekursen. I tillegg har deres låneportefølje en flytende rente, som innebærer at konsernet er påvirket av endringer i rentenivået.

Hele virksomheten til SalMar er relatert til laks og er derfor direkte eller indirekte påvirket av utviklingen i lakseprisene. Konsernets lønnsomhet og kontantstrøm er sterkt korrelert med lakseprisen. Historisk sett har lakseprisen vært utsatt for store svingninger, både på års-, kvartals- og månedsbasis. I 2017 svingte spotprisen på atlantisk laks mellom NOK 43,9 og NOK 79,4 per kilo, målt på ukebasis.

Svingninger i havtemperaturer, utbredelse av lakselus og sykdomsutbrudd er alle faktorer som direkte eller indirekte påvirker tilveksten og dermed tilbudet. Følgelig kan det innenfor korte perioder oppstå relativt store svingninger i tilbudet, og med en relativt stabil etterspørsel kan dette gi utslag i form av store prissvingninger.

Siden utviklingen i både valutakurser og lakseprisen er to viktige økonomiske forhold, har vi ved hjelp av grafen under undersøkt om de har en viss korrelasjon. Grafen viser utviklingen av både valutakursen og lakseprisen hver femte måned siden 2010. Vi har her valgt å bruke den norske kursen i euro siden majoriteten av eksporten utveksles i euro. I utgangspunktet kan vi ikke komme med en konklusjon ut fra denne grafen da tallene på y-aksen vanskelig kan sees i forhold til hverandre, men man kan se at det er noe korrelasjon mellom dem. Våre kalkulasjoner viser også en korrelasjonskoeffisient på 0.81, noe som kan sies å være nokså sterkt.



Figur 2: Valutakursens og lakseprisens utvikling over tid sett opp mot hverandre

Sosiokulturelle Forhold

Sosiokulturelle forhold som er viktige for SalMar og oppdrettsvirksomheter generelt, er etterspørselen etter fisk, og først og fremst laks i dette tilfellet. Statistikk viser at nordmenn stadig spiser mindre fisk enn tidligere, særlig den yngre generasjonen. Siden 2012 har sjømatkonsumet blant de under 34 år, gått ned med hele 59%. Fisk er en god kilde til viktige næringsstoffer og Helsedirektoratet har i sine kostholdsråd sagt at man bør spise 300-450 gram ren fisk i uka. Derfor signerte norske myndigheter, sjømatnæringen og dagligvarehandelen en intensjonsavtale om å prøve å øke sjømatkonsumet med 20% innen 2021. Kampanjen blir kalt «3 i uka» og er særlig rettet mot unge konsumenter. Om dette initiativet faktisk virker vil det helt klart påvirke SalMar på en positiv måte.

Mens konsumet av fisk i Norge har sunket de siste årene, ser vi en motsatt trend i andre markeder. Fra 2013 til 2016 økte konsumet av generell sjømat med over 20 milliarder tonn på verdensbasis, og mye tyder på at konsumet har økt ytterligere også etter 2016. I Norge har konsumet av kjøtt økt på bekostning av sjømat, mens for eksempel i Italia har vi en motsatt trend. Videre er forventet vekst i sjømatkonsum i Kina på omlag 1,3 milliarder tonn i året. Statistikk viser likevel at verdensbefolkningen generelt sliter med å spise sjømat minst 2 ganger i uka slik WHO anbefaler. Det er også verdt å merke seg at de fleste fiskemarkedene i verden er sensitive for prisstigning på fisk. Når laksen, som ofte er den mest foretrukne fiskearten, får prisstigning, merker man dette på fiskekonsumet. Pris er likevel ikke det som alene er driveren.

Teknologiske forhold

Som i de fleste andre bransjer er det å ha innovative tanker rundt teknologiske løsninger knyttet til produksjon og kostnadseffektivitet essensielt også i oppdrettsnæringen. For SalMar er dette spesielt viktig, da de i sin visjon sier at de konstant søker nye løsninger som kan gi de fortrinn i markedet. Etterspørselen etter norsk laks er høy, men veksten i produksjonen holder ikke tritt, har konsernsjefen uttalt. Han mener også at med ny teknologi kan man tredoble produksjonen.

SalMar har de siste årene gjort investeringer innenfor den etablerte driften og mer fremtidsrettede løsninger. I følge årsrapporten for 2017 ble to nye settefiskanlegg satt

i drift i løpet av 2017, et på Senja og et på Follafooss. Disse dekker deres virksomhet både i Nord og Midt-Norge. Anleggene tar i bruk ny teknologi som muliggjør bærekraftig produksjon av settefisk med et lavere økologisk fotavtrykk og mindre bruk av ressurser. De ble også i 2017 det første selskapet i bransjen til å produsere laks ute i havet. Prosjektet kalles Ocean Farm 1, og blir sett på som en milepæl for hele selskapet. Hele ideen bak prosjektet er å kunne ta produksjonen av laksen ut i sitt naturlige habitat – nemlig havet. Den tekniske løsningen for dette prosjektet er tilpasset oppdrett i åpne havområder, men om man skulle kunne få til det samme på helt åpne havområder vil det være nødvendig å videreutvikle denne teknologien. Samtidig er de avhengige av at myndighetene bidrar til å tilrettelegge for at man kan ta i bruk havet til en bærekraftig matproduksjon.

Det finnes også en rekke problemer innenfor oppdrettsbransjen. Lakselus, lakseflukt, lokale utslipp og fullstappede norske fjorder har stagnert veksten. Rømningstallene har gått nedover de siste årene og det utvikles samtidig nye metoder og ny teknologi for å holde lakselusen under kontroll. Oppdrettsnæringen jobber tett med forskningsinstitusjoner og leverandører av teknologi for å løse disse problemene.

Miljømessige forhold

I dag er det rømt oppdrettsfisk og lakselus som regnes som de største miljøutfordringene fra oppdrettsnæringen. Videre påvirker oppdrett miljøet gjennom genetisk påvirkning (etter rømming), utslipp og forurensning, arealbruk og fôrressurser.

Hvorfor er rømming et problem? Rømming er først og fremst et problem fordi man ikke ønsker at oppdrettslaks gyter sammen med villaksen, noe som fører til en negativ effekt på villfisk bestandene, samt at de fører med seg ulike fiskesykdommer. Hver laks som rømmer er dessuten et økonomisk tap for næringen som også påvirker næringens omdømme og rammebetingelser. Årsaker til rømming er blant annet teknisk svikt, feil bruk av utstyr og voldsomt uvær.

Lakselus er et lite krepsdyr som lever og formerer seg på laks og ørret i saltvann. Lus finnes på fisk i havbruksanlegg og på sjørret som lever i fjorder og kystfarvann hele året. Lus følger også med villaksen når den kommer inn i fjorden om våren for å gyte i elvene. Blir forekomsten av lus høy, kan det være en utfordring både for oppdrettslaks

og villaks. Lus påfører fisken sår som kan gi infeksjoner og problemer med saltbalansen, men den påvirker ikke mattrykgheten eller kvaliteten på laksen. Lakselusen er en organisme som finnes naturlig i havet, og denne blir man aldri kvitt. Havbruksnæringen har sammen kommet frem til flere tiltak for å kunne få kontroll på nivået på lakselusbestanden og har til dels lyktes med disse tiltakene. Resistens blant lakselusen mot enkelte legemidler er derimot en utfordring oppdrettsnæringen står overfor og det utvikles derfor en rekke alternativer til legemidlene.

Sammenligner man CO₂-utslipp fra produksjonen av oppdrettslaks og kjøtt, fører produksjonen av laks til et mindre utslipp av CO₂. Ifølge en analyse gjennomført av SINTEF Fiskeri og havbruk, NTNU og Institutet for Livsmedel och Bioteknikk (SIK) gir 1 kilo laksefilet fra oppdrett som blir spist i Paris et utslipp på ca. 2,5 CO₂-ekvivalenter, en enhet som brukes i klimagassregnskap for å kunne sammenligne utslipp. Dette utslippet er dermed vesentlig lavere enn produksjonen av tilsvarende mengde storfe, som slipper ut hele 30 CO₂-ekvivalenter, mens 1 kilo svin gir et utslipp på 5,9 CO₂ -ekvivalenter. Størsteparten av klimagassutslippet knyttet til oppdrettslaks kommer fra produksjonen av laksefôr.

Juridiske forhold

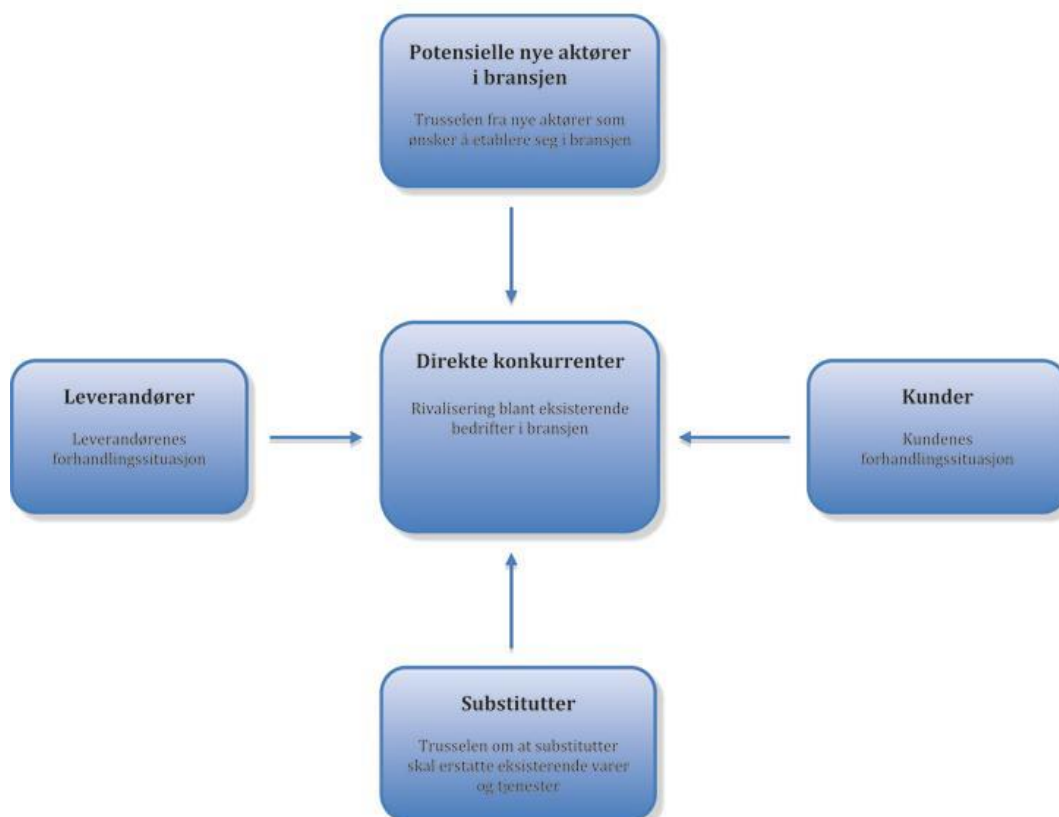
Norsk oppdrett reguleres i hovedsak av Akvakulturloven. Formålet med denne loven er å fremme akvakulturnæringens lønnsomhet, konkurransekraft og verdiskapning langs kysten på innenfor rammene av en bærekraftig utvikling jf. akvakulturloven §1. Loven inneholder bestemmelser knyttet til drift og produksjon, og stiller krav til blant annet miljøovervåking og tiltak for fjerning av rømte organismer. Oppdrettsnæringen blir også regulert av matloven og forurensingsloven med tanke på miljøpåvirkning og drift av en oppdrettslokalitet. En oppdrettslokalitet kan ikke tas i bruk før den har vært gjennom en omfattende godkjenningssprosess. En eventuell søknad om godkjenning av lokalitet sendes til fylkeskommunen som har det overordnede ansvaret.

Akvakulturen har en egen paragraf som går direkte på lakseoppdrett. Akvakulturlovens §7 sier at departementet kan gi forskrift om antall tillatelser(konsesjoner) som tildeles, geografiske fordelinger av konsesjoner, prioriteringskriterier, utvelgelse av kvalifiserte søkere i henhold til prioriteringskriteriene og vederlag for tildeling av konsesjoner.

Paragrafen tilføyer i tillegg at departementet kan i forskrift bestemme hvor stor andel av produksjonskapasiteten et foretak kan kontrollere.

3.2.2 Porters Bransjeanalyse

I den eksterne analysen vår inkluderer vi Porters bransjeanalyse. Dette er en analyse utviklet av Michael Porter i 1979. Den innebærer å analysere hvor sensitiv en organisasjon er for fem bransjekrefter; kunder, leverandører, nyetablering, substitutter og konkurrenter. I vårt tilfelle vil det si at vi skal analysere hvordan SalMar står som aktør sett opp mot de konkurransekraftene som påvirker driften, og dermed verdien, til selskapet. Regjeringen (2010) bruker følgende figur hentet fra Porter (2008) for å illustrere porters bransjeanalyse:



Figur 3: Illustrasjon av Porters bransjeanalyse

Kundenes forhandlingsstyrke

Porters teori hevder at dersom kundene er få og store er forhandlingskraften sterkere enn dersom de er små og mange, og samtidig er den sterkere dersom kundene har mange alternativer. I SalMars tilfelle kan dette deles inn i to markeder, det nasjonale og det internasjonale. Når det gjelder det nasjonale markedet har SalMar selv kontroll over hele prosessen fra produksjon til salg og distribusjon (SalMar ASA, 2019a). Dette betyr at det er hver enkelt forbruker som sitter på forhandlingsstyrken overfor selskapet, og forhandlingsstyrken er derfor ikke veldig sterk. På den andre siden er tilgjengeligheten av alternative lakseprodukter og substitutter stor i Norge, med flere andre store aktører som Grieg Seafood, Mowi mv. Dette gjør at kundenes prissensitivitet er en viktig forhandlingskraft overfor SalMar, da det er lett å velge bort SalMars produkter dersom prisen blir for høy.

På det internasjonale markedet er situasjonen noe forskjellig. Der er det store distributører som kjøper opp produktet til SalMar, og andre lakseprodusenter, for deretter å selge det til forbrukere i landene de opererer i. Dette gjør at det er færre og større kunder for SalMar som aktør, og maktforholdet er derfor noe annerledes. Her spiller også de politiske forhold inn, som vi så i 2010, da Kina besluttet å forby import av laks fra flere fylker i Norge (Kvale, 2018). Dette betyr at SalMar er sårbar for blokader som følge av politisk spill. Dette er etter all sannsynlighet ikke en stor risiko i EU, som ifølge Teknisk Ukeblad (2019) stod for 73 prosent av lakseimporten fra Norge i 2018, selv om handel av lakseprodukter ikke omhandles av EØS-avtalen (Regjeringen, 2018). Vi anser likevel SalMars utenlandske kunder for å ha en potensiell sterk forhandlingskraft, og selskapet er potensielt sensitiv for politiske endringer og/eller endringer i prissensitivitet.

Leverandørenes forhandlingsstyrke

Leverandørenes forhandlingsstyrke er ifølge Framnes, Pettersen og Thjømmøe (2018, s. 75) avhengig av fire variabler: «... volumets betydning for leverandør, differensiering av innsatsfaktorer, substitutter og konsentrasjon av leverandører.» Dette vil si at dersom en aktør er viktig for leverandøren, i form av at aktørens bestillinger tilsvarer en stor andel av leverandørens omsetning, vil forhandlingskraften leverandøren har overfor denne aktøren være lav, og vice versa. Om leverandørens produkter er lett

erstattelige med andre produkter, eller om antall leverandører av det samme produktet er svært mange, vil også dette svekke leverandørens forhandlingskraft. Det siste punktet, differensiering av innsatsfaktorer, handler om viktigheten produktet har for kjøpende bedrift. Dersom produktet er unikt og er med på å skape en differensiering hos kjøper, vil dette styrke leverandørens forhandlingskraft i møte med aktøren.

I SalMars tilfelle hevder de som nevnt tidligere at de har kontroll over hele produksjonskjeden fra start til slutt, og de har derfor ikke behov for mye kontakt med leverandører. Det som kommer frem som de viktigste leveransebehovene SalMar har er soya til fiskefôr og maskiner og anlegg til produksjonsanleggene sine, med service og vedlikehold på det siste. Når det gjelder innkjøp av soya til produksjon av fôr er det i følge Store Norske Leksikon (Holtet, 2015) tre store hovedprodusenter av soyabønner; USA, Brasil og Argentina. Det betyr at SalMar som lakse- og fôrprodusent er avhengig av leveranser fra disse landene for at produksjonen skal gå som vanlig. Dette kan bety at disse leverandørene har en viss makt overfor SalMar. Dersom prisen på soyabønner går opp vil dette gå utover lønnsomheten til SalMar, men dette er felles for alle produsenter for laks. Derfor vil ikke en endring av pris på soyabønner svekke konkurransesituasjonen til SalMar i stor grad sammenlignet med konkurrentene.

Når det kommer til SalMars behov for leveranse av maskiner og anleggsprodukter er det nærliggende å tro at leveransen og serviceansvaret på maskinanleggene til SalMar er så store at de vil ha stor viktighet for leverandøren som får oppdraget. I tillegg kan det tenkes at det finnes flere aktører i markedet som kan levere disse maskinene, det er derfor trolig at leverandøren av disse har svært liten makt overfor SalMar.

Trussel om nyetablering

Porter ser også på nyetablering som en potensiell truende kraft på en allerede etablert aktør i et marked. Her handler det om at dersom et marked har profitt, og det samtidig er lett å etablere seg som en konkurrerende aktør, vil stadig nye konkurrenter etablere seg. Dette kan føre til at markedet blir oversvømt, og all profitt blir konkurrert bort. Det er derfor viktig å skape etableringskostnader i markedet, som gjør det vanskeligere for nye aktører å etablere seg, for å styrke sin egen posisjon.

Det norske laksemarkedet domineres i dag av seks store aktører, med SalMar og Mowi som de mest dominerende. En slik konkurransesituasjon kan gjøre det vanskelig for

nye aktører å etablere seg i markedet, siden aktørene allerede er sterkt etablerte merkevarer i konsumentenes bevissthet. Denne merkeeffekten svekkes derimot noe av at laks er et homogent produkt, og det kan derfor tenkes at pris er en viktigere faktor enn merke for konsumentene. I tillegg til at det allerede finnes sterkt etablerte aktører i markedet i dag, tyder mye på at det er høye etableringskostnader i markedet. Som vi tidligere har vært inne på har SalMar investert store summer i kostnadseffektive anlegg for produksjon. Dette gjør at en eventuell nyetablering også mest sannsynlig må investere tilsvarende for å kunne konkurrere med kostnadsnivået, og dermed prisnivået, til de allerede etablerte aktørene. Dette gjør at trusselen om nyetablering virker noe svak.

Trussel fra substitutter

Når man skal se på den potensielle trusselen fra substitutter må man se på hvor lett andre produkter kan dekke det samme behovet, altså hvor unikt produktet er. I SalMars tilfelle er det snakk om produktet laks, og det kan antas at for de fleste forbrukere som kjøper laks til jevne måltider vil det være lett å erstatte det med en annen type fisk eller et helt annet måltid. Samtidig kan det se ut som at mange konsumenter foretrekker laks fremfor mange andre fiskearter, blant annet som pålegg på brød. Der laks derimot skiller seg mest fra andre råvarer er i restaurantbransjen, og spesielt som bruk i sushi. Ifølge Norges sjømatråd (2017) omsatte norske sushirestauranter for 790 millioner kroner i 2014, og mye tyder på at det vil fortsette å vokse i årene som kommer.

Alt dette tyder på at selv om laks lett kan substitueres som råvare vil ikke SalMar, eller andre aktører i laksemarkedet, være like sårbare for eventuelle prisøkninger eller endringer i markedet som mange andre homogene varer. Dette fordi laks har bruksområder som mange andre råvarer ikke har i samme grad, deriblant sushi og røkt laks som pålegg, som gjør at selv om mange forbrukere vil ønske å erstatte laks vil det likevel være et marked som ønsker å kjøpe laks.

Konkurransesituasjonen

Til slutt er det relevant å se på den nåværende konkurransesituasjonen i det norske laksemarkedet. Som nevnt tidligere består det norske markedet av seks store aktører, der SalMar og Mowi er de klart største. På grunn av at laks er et homogent produkt er

det priskonkurransen som preger markedet mest. Derfor er det viktigste for SalMar som aktør å kunne konkurrere på kostnadsnivået til de andre aktørene. Dette er selvsagt grunnen til at de har valgt å investere i store kostnadseffektive anlegg som InnovaMar og InnovaNor, som nevnt tidligere i oppgaven. Her anser vi SalMar for å ligge på lik linje, om ikke foran, sine største konkurrenter. Dette kombinert med at anleggene er lagt til områder med relativt sett lave lønninger, sett i forhold til andre steder i landet, gjør at SalMar har evne til å konkurrere hardt på kostnadseffektivitet.

Samtidig har SalMar etablert seg som en sterk merkevare i Norge, og spesielt Midt-Norge. Med å være opptatt av eksponering og tilstedeværelse, blant annet som samarbeidspartner med Rosenborg Ballklub, har de blitt et sterkt merkenavn i sammenheng med norsk laks. Vi tror derfor SalMar som aktør står sterkt i konkurranse med sine konkurrenter, selv om laksenæringen stadig er i endring.

3.3 SWOT

Når vi skal oppsummere vår strategiske analyse av SalMar ASA, velger vi å benytte oss av SWOT-modellen. SWOT står for Strengths, Weaknesses, Opportunities og Threats, og modellen er ment for å skape en oversikt over hvilke styrker, svakheter, muligheter og trusler en organisasjon står overfor. Her trekker vi tråder mellom de eksterne og de interne aspektene i vår strategiske analyse, og skaper en oversikt over de viktigste faktorene for organisasjonen.

	Styrker	Svakheter
Interne faktorer	<p>Kontrollerer hele produksjonsprosessen.</p> <p>Leverandørens forhandlingsstyrke er svak.</p> <p>Innovasjon skaper konkurransefortrinn.</p> <p>Stordriftsfordeler.</p>	<p>Ressursene er lett imiterbare på lang sikt</p> <p>Konsesjonssystemet bremser muligheter for vekst.</p> <p>Avhengig av forskning på miljøutfordringer som lakselus.</p>
	Muligheter	Trusler
Eksterne faktorer	<p>Befolkningsvekst.</p> <p>Etterspørselen etter laks økes globalt.</p> <p>Bruk av ny teknologi gjør det mulig å øke produksjonen.</p> <p>Myndighetene driver kampanje for å øke konsum av sjømat.</p> <p>Miljøvennlig drift sammenliknet med kjøttproduksjon.</p>	<p>Konsumet av sjømat blant yngre generasjoner synker.</p> <p>En styrket kronekurs mot euro/dollar.</p> <p>Fremtidige rentehevinger.</p> <p>Handelsbarrikader grunnet politiske konflikter.</p> <p>Mulige substitutter ved økt laksepris.</p> <p>Miljøutfordringer knyttet til lakselus og rømming.</p>

4 Regnskapsanalyse med fokus på nøkkeltall

Regnskapsanalyse er en enkel måte å danne seg en oversikt over SalMars økonomiske tilstand på. I denne oppgaven vil vi gjøre en grunnleggende ekstern regnskapsanalyse basert på konsernregnskapet til SalMar i perioden fra 2013 til og med 2017 med kompetanse og formler hentet fra bøkene til Trond Kristoffersen (2016). Alle tall er hentet fra proff forvalt som igjen er hentet direkte fra årsrapportene til SalMar ASA. Vi har videre delt analysen inn i tre deler; lønnsomhet, soliditet/finansiering, og likviditet. I slutten av kapittelet sammenligner vi nøkkeltallene med de mest nærliggende selskapene i Norge. De vi har bestemt oss for å bruke er MOWI (Marine Harvest), Grieg Seafood og Norway Royal Salmon. Resultatet fra 2018 publiseres for tett opp mot innleveringsfristen til at det blir mulig å ta med.

4.1 Lønnsomhetsanalyse

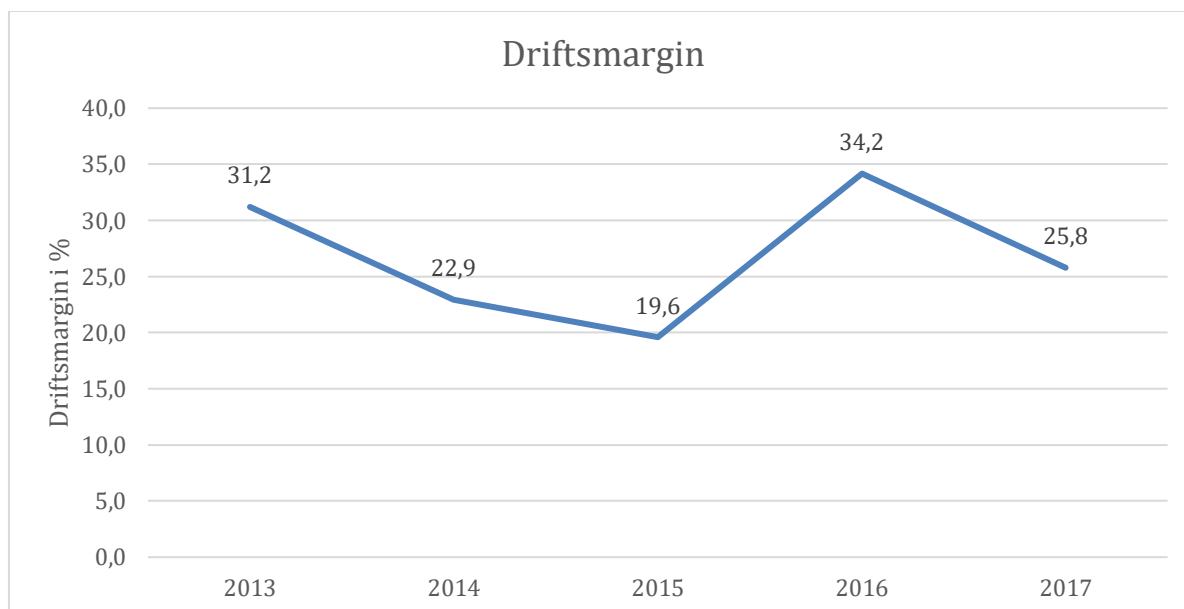
En lønnsomhetsanalyse består av å undersøke selskapets evne til å tjene penger basert på de ressursene de rår over. For at selskapet skal være attraktivt for investorer må det forekomme en verdiskaping på selskapets kapital. Vi ønsker å studere verdiskaping, og hvordan den utvikler seg over tid.

4.1.1 Driftsmargin

Driftsmarginen er en av de mest overordnede tallene å se på. Driftsmarginen beregnes før eventuelle finanskostnader, og skal tegne et bilde over driftens lønnsomhet. Mer konkret forteller driftsmarginen oss hvor mye bedriften får igjen for hver omsatt krone. Formelen for driftsmargin er:

$$\text{Driftsmargin} = \frac{\text{Driftsresultat}}{\text{Omsetning}} * 100$$

Driftsmarginen til SalMar fluktuerer noe. Dette skyldes hovedsakelig svingninger i lakseprisen, noe selskapet selv er oppmerksom på. Det er viktig å påpeke at forutsetningene for driftsmargin er veldig forskjellig for ulike bransjer. SalMar ser likevel ut til å greie seg bra sammenlignet med de andre aktørene i Norge.



Figur 4: Utvikling av driftsmargin.

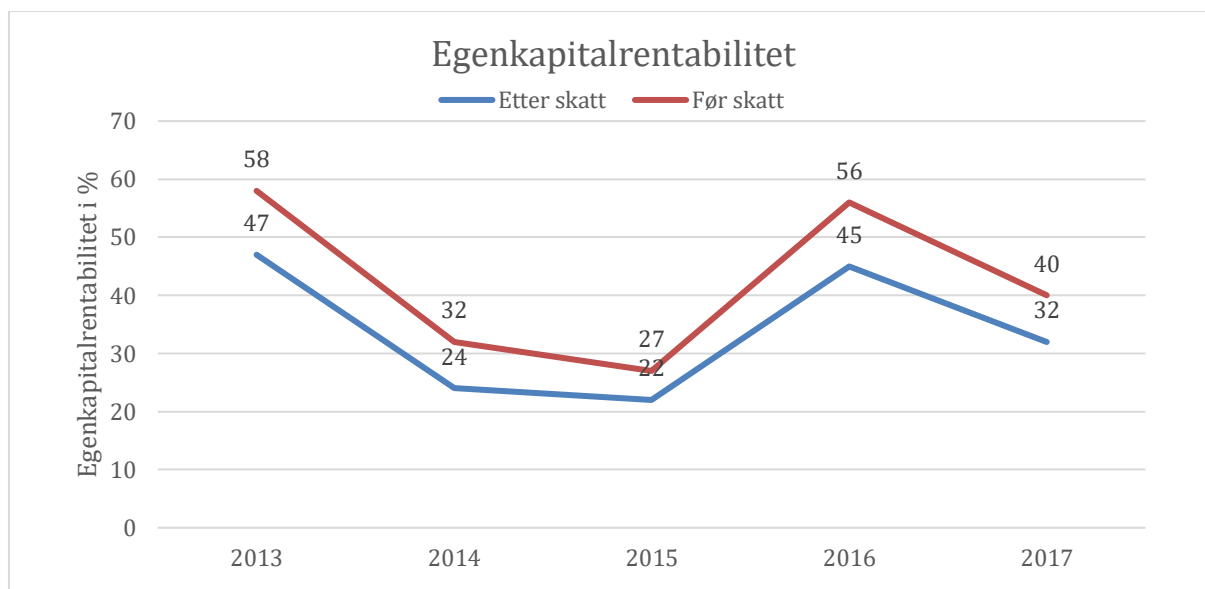
4.1.2 Egenkapitalrentabilitet før og etter skatt

Egenkapitalrentabilitet viser aksjeeiernes avkastning på innskutt egenkapital. Utviklingen er tett knyttet til driftsmarginen, og fluktuerer dermed noe. Den laveste avkastningen før skatt er likevel på solide 27%. Dette er langt over gjennomsnittet for Norske aksjeselskaper som i 2014 var på 8,6% (Kristoffersen, 2016). Dette viser hvor godt selskapet driftes og hvor mye det er å hente i oppdrettsnæringen.

$$\text{Egenkapitalrentabilitet før skatt} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt}}{\text{Gjennomsnittlig Egenkapital}} * 100$$

Egenkapitalrentabilitet før skatt kan noen ganger være bedre, siden den ikke tar hensyn til ekstraordinære poster og skatt. Her ser vi likevel at de to grafene følger hverandre tett, og at skattekostnaden relativt sett har vært like stor. De ekstraordinære resultatpostene har også uteblitt.

$$\text{Egenkapitalrentabilitet etter skatt} = \frac{\text{Resultat etter skatt}}{\text{Gjennomsnittlig Egenkapital}} * 100$$



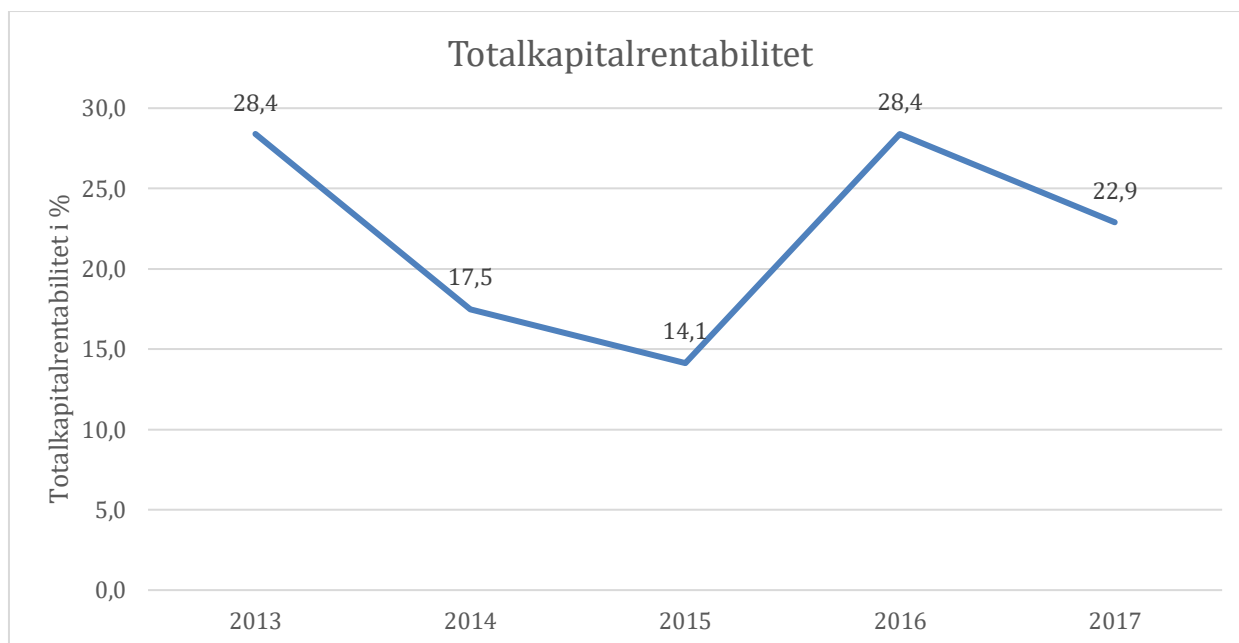
Figur 5: Utvikling av egenkapitalrentabilitet før og etter skatt.

4.1.3 Totalkapitalrentabilitet

I motsetning til egenkapitalrentabiliteten viser totalkapitalrentabilitet avkastning på den samlede kapitalen, altså egenkapital pluss gjeld. Den måler altså lønnsomheten til selskapet som helhet, og er derfor interessant for kreditorer så vell som investorer. For å avgjøre om avkastningen er tilfredsstillende må den ses i sammenheng med risikoen til virksomheten. Et vanlig brukt mål på absolutt minimum avkastning er risikofri rente pluss tillegg for risiko. Avkastningen bør også ses i sammenheng med inflasjon. Dersom avkastningen ligger over disse målene kan den anses som god.

SalMars totalkapitalrentabilitet har de siste årene fluktuert, men har alltid ligget over 10%. Avkastningen på selskapets totale kapital må derfor anses som svært godt sammenlignet med det gjennomsnittlige aksjeselskapet i Norge.

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{(\text{Driftsresultat} + \text{finansinntekter})}{\text{Gjennomsnittlig totalkapital}} * 100$$



Figur 6: Utvikling av totalkapitalrentabilitet.

4.1.4 Oppsummering lønnsomhet

Angående SalMars lønnsomhet kan det konkluderes med at denne er svært god. I hvert fall sammenlignet med andre bransjer og selskaper. Vi skal senere se på hvordan de greier seg mot direkte konkurrenter. Tidlige investorer har hatt svært høy avkastning på sin kapital. Et risikomoment er at lønnsomheten er tett knyttet til lakseprisen, noe som kan ha store konsekvenser dersom den skulle falle dramatisk, ikke ulikt oljeprisen.

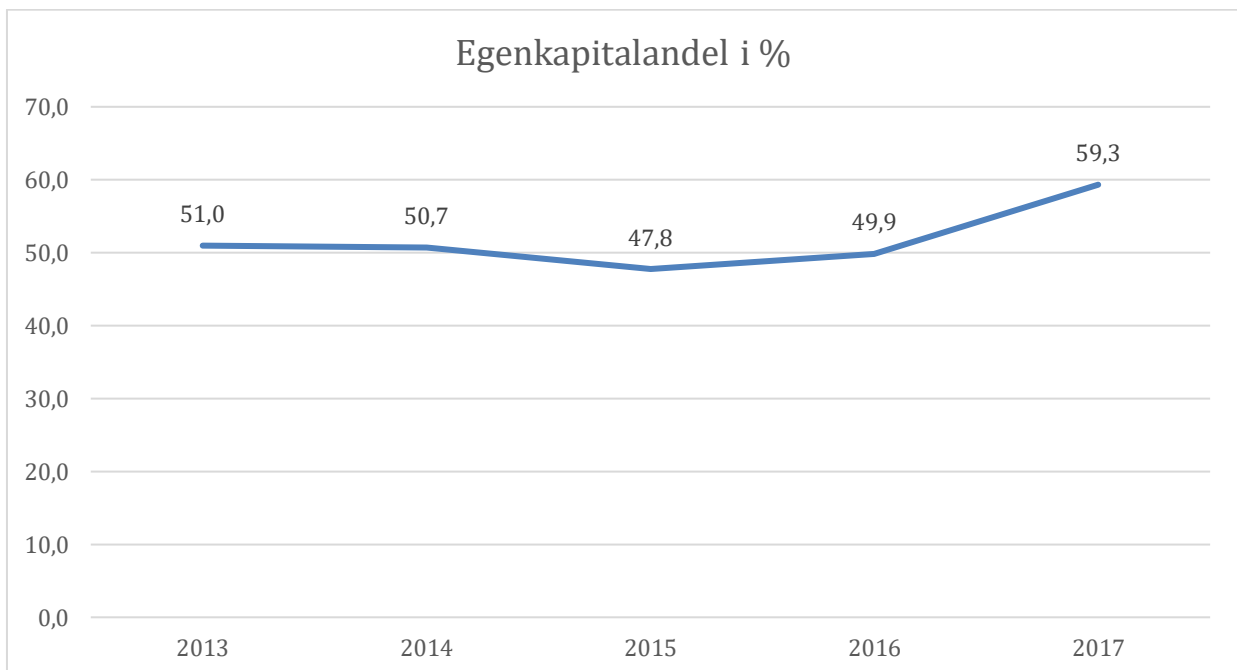
4.2 Soliditet og finansiering

Soliditet og finansiering er nært knyttet sammen. Finansiering dreier seg om hvordan bedriftens eiendeler er finansiert gjennom egenkapital og kort- og langsiktig gjeld. Soliditet handler om bedriftens evne til å bære tap, altså hvor solid selskapet er. Finansiering vil være med på å bestemme hvor utsatt selskapet skulle være om det går dårlig. Nøkkeltallene vil variere stort fra bransje til bransje slik at hva som anses som bra er relativt.

4.2.1 Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen forteller oss i hvor stor grad eiendelene er finansiert med egne midler. Bedriften vil være mer solid desto større denne andelen er, siden det vil ta lengre tid før gjeldshaverne blir påført tap. Når egenkapitalen forsvinner vil selskapet i praksis være insolvent og dermed gå mot konkurs. Egenkapitalandelen til SalMar har ligget stabilt rundt 50% frem til 2017, hvor den økte noe som følge av nedbetaling av gjeld til ulike kredittinstitusjoner. SalMar skriver selv at de anser seg som mer solide nå enn ved inngangen til 2017. Utviklingen er positiv og selskapet anses som solid i henhold til EK-andel.

$$EK \text{ Andel} = \frac{Sum \text{ EK}}{Sum \text{ EK} + G} * 100$$

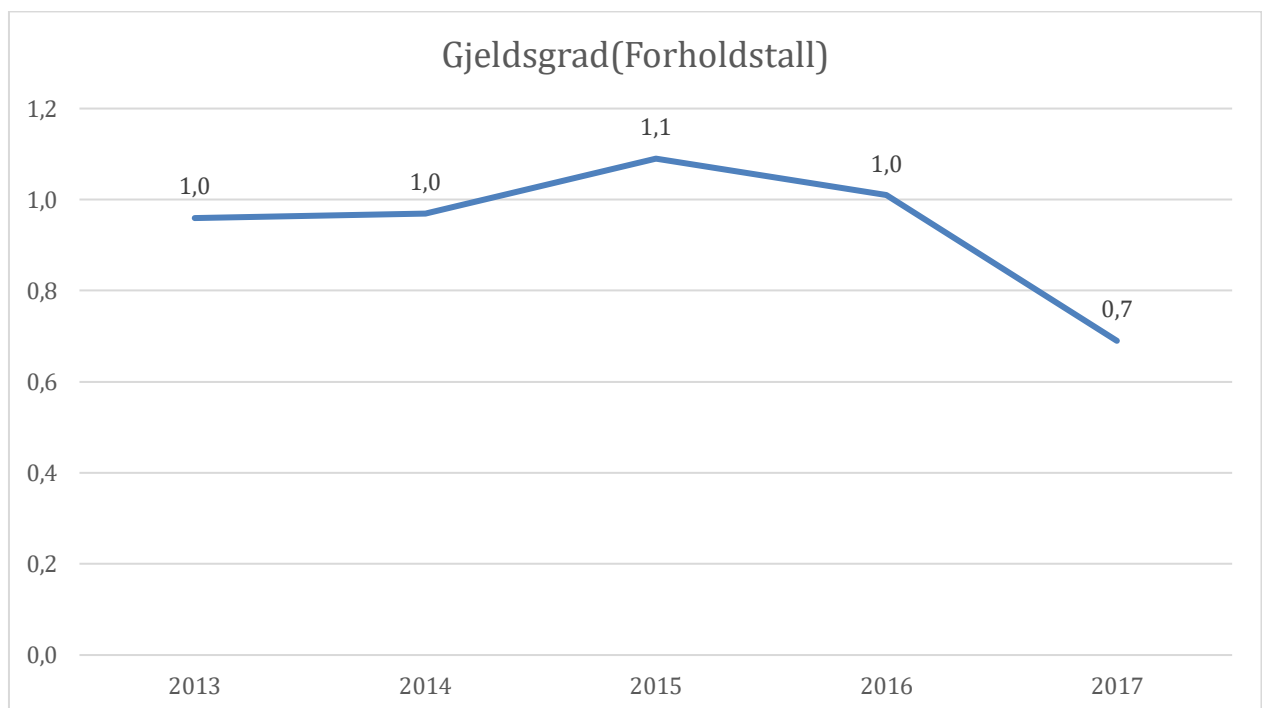


Figur 7: Utvikling av egenkapitalandel.

4.2.2 Gjeldsgrad

Gjeldsgraden forteller oss om forholdet mellom gjeld og egenkapital. Helt konkret hvor mange kroner de har i gjeld per krone egenkapital. Desto lavere dette forholdstallet er, jo bedre rustet er bedriften med tanke på tap. Denne utvikler seg naturligvis i motsetning til egenkapitalandelen, og har dermed holdt seg stabil frem til 2017 hvor den har avtatt som følge av nedbetalinger.

$$Gjeldsgrad = \frac{Sum\ gjeld}{Sum\ EK}$$

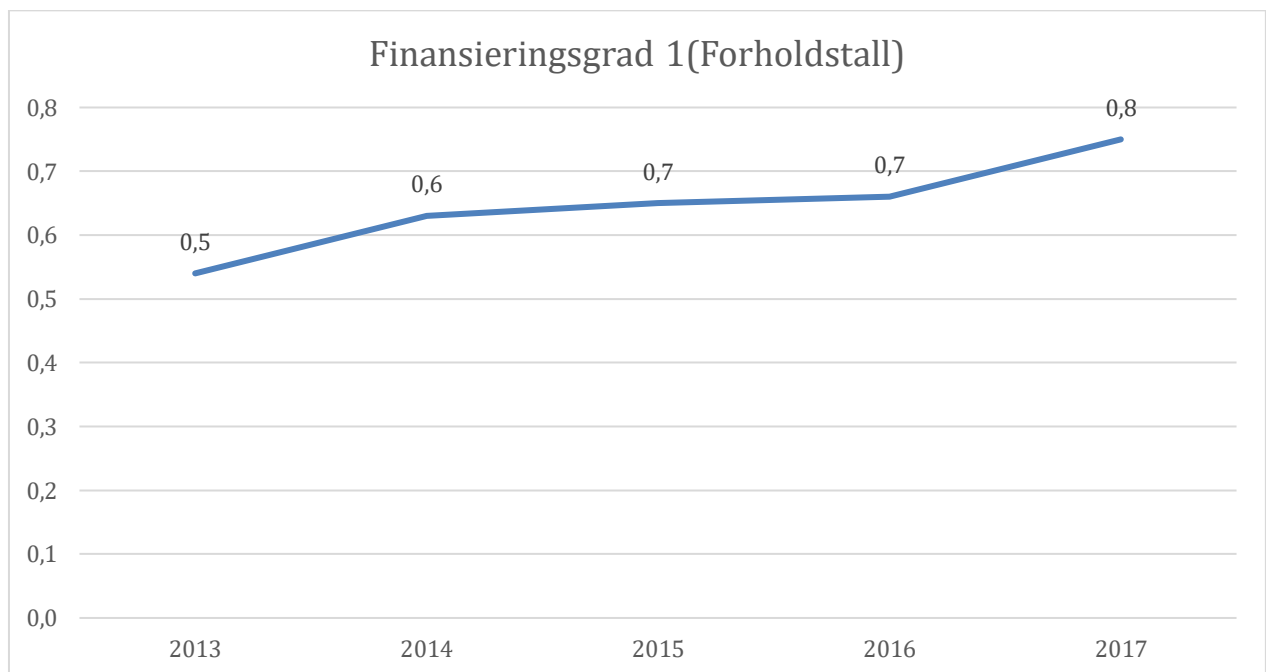


Figur 8: Utvikling av gjeldsgrad.

4.2.3 Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 forteller oss i hvor stor grad anleggsmidlene er finansiert med langsiktig kapital. Med langsiktig kapital mener vi den langsiktige gjelden samt egenkapital. Det viktigste her er at denne ikke overstiger 1. Om den gjør det vil det innebære at en del av anleggsmidlene er finansiert med kortsiktig gjeld, noe som øker risikoen og ofte er dyrere. Trenden de siste årene er at denne øker noe, men at den fremdeles ligger godt under grensen

$$\text{Finansieringsgrad 1} = \frac{\text{Anleggsmidler}}{\text{langsiktig kapital}}$$

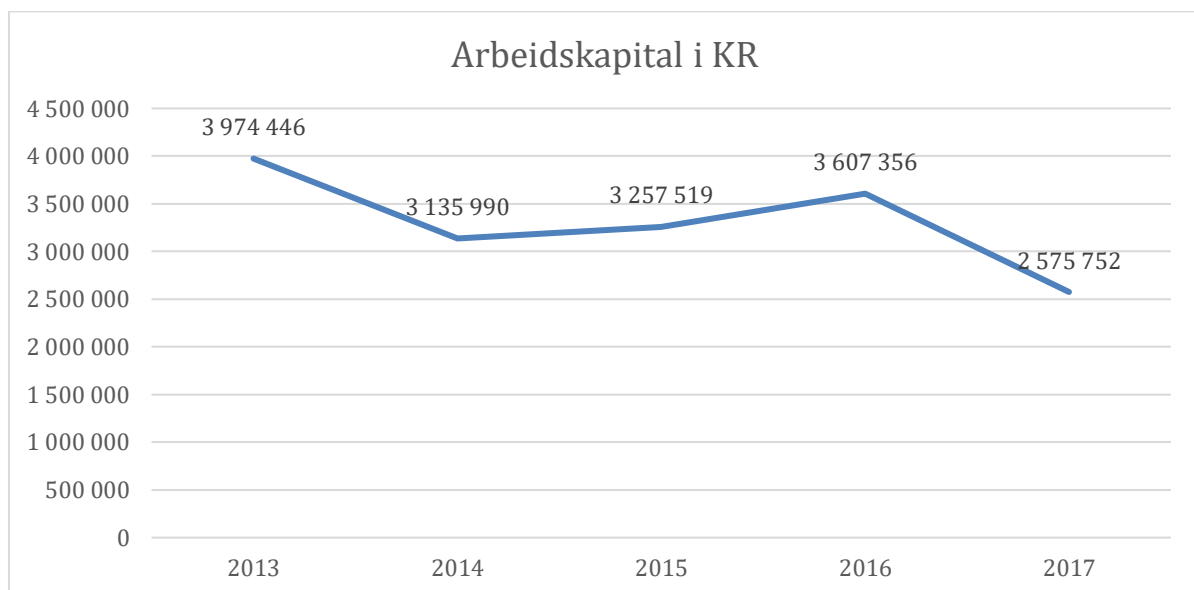


Figur 9: Utvikling av finansieringsgrad 1.

4.2.4 Arbeidskapital

Arbeidskapitalen er differansen mellom omløpsmidler og den kortsiktige gjelden. Denne sier noe om evnen til å betale ned kortsiktige forpliktelser. At denne er positiv medfører dermed at deler av omløpsmidlene er finansiert ved egenkapital eller langsiktig gjeld. Denne ligger også noenlunde stabilt, men falt mot 2017 grunnet endringer i kundefordringer og varelager.

$$\text{Arbeidskapital} = \text{Omløpsmidler} - \text{Kortsiktig gjeld}$$



Figur 10: Utvikling av arbeidskapital.

4.2.5 Oppsummering finansiering og soliditet

SalMar ser veldig solide ut og har en sunn finansieringsstruktur om vi legger til grunn at anleggsmidler skal finansieres med langsiktig gjeld, siden disse er tiltenkt å vare flere år. Arbeidskapitalen er også positiv, noe vi anser som sunt.

4.3 Likviditet

Likviditetsanalysen legger vekt på å analysere bedriftens mulighet til å betale forpliktelser ved forfall. Enklere sagt ser vi altså på bedriftens betalingsevne. I det øyeblikket en bedrift ikke er i stand til å betale ned forpliktelsene sine oppstår det store problemer. En fallgrube ved å legge til grunn regnskapsdata er her at vi da legger til grunn et øyeblikksbilde istedenfor den faktiske betalingsevnen ved forfall. Det skal godt gjøres å få tak i regnskapsdata i sanntid, så vi legger som regel historisk regnskapsdata til grunn.

4.3.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 angir bedriftens betalingsevne på kort sikt. Desto høyere den er, jo bedre er bedriftens betalingsevne ovenfor de kortsiktige forpliktelsene sine. Utviklingen til SalMar er her negativ, men fremdeles godt innenfor akseptabelt nivå. Det er uenighet om hva som er ansett som en god likviditetsgrad, men stort sett opereres det med at den bør ligge over 2. Dette har stort sett vært tilfellet for SalMar, og bare en gang de siste fem årene har den ligget under. Om vi i tillegg legger til at gjennomsnittet for norske aksjeselskaper i 2014 var 1,21 ser det ikke så ille ut.

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Sum omløpsmidler}}{\text{Sum kortsiktig gjeld}}$$

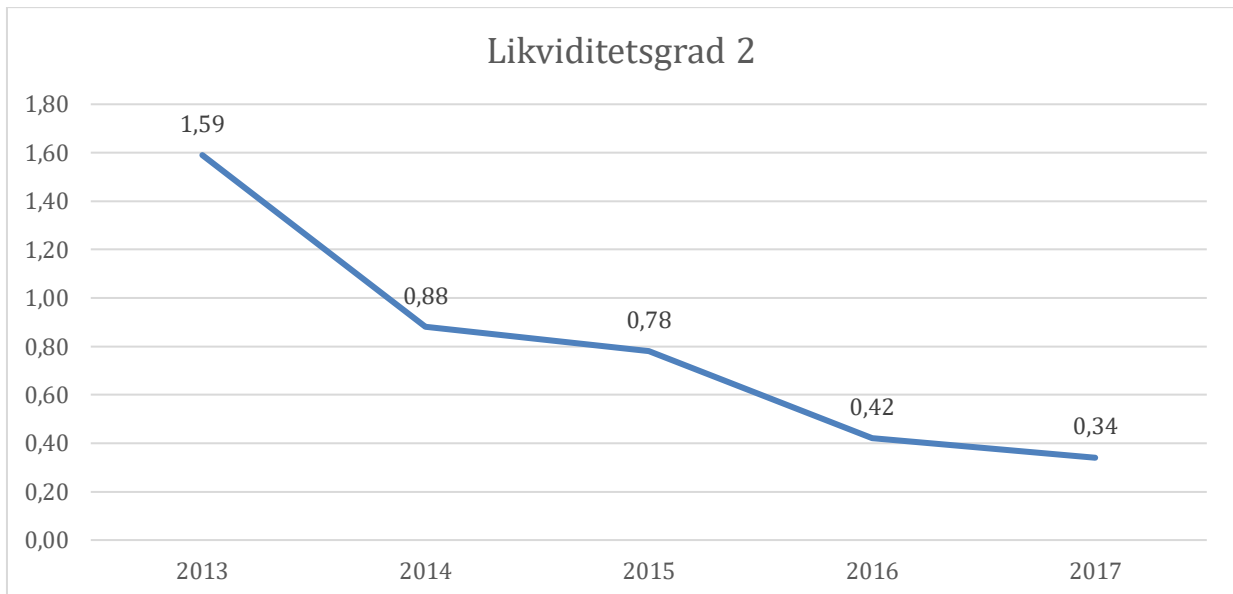


Figur 11: Utvikling av likviditetsgrad 1.

4.3.2 Likviditetsgrad 2

Dette nøkkeltallet angir også bedriftens evne til å nedbetale kortsiktige forpliktelser, men kun ved hjelp av de mest likvide omløpsmidlene. Vi trekker altså fra varelageret som anses som mindre likvid enn for eksempel kontantreserver. Utviklingen er også her negativ, men dette trenger ikke nødvendigvis å ha for mye å si dersom en ikke forventer at salget skal endre seg drastisk eller at fordringer ikke blir betalt.

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



Figur 12: Utvikling av likviditetsgrad 2

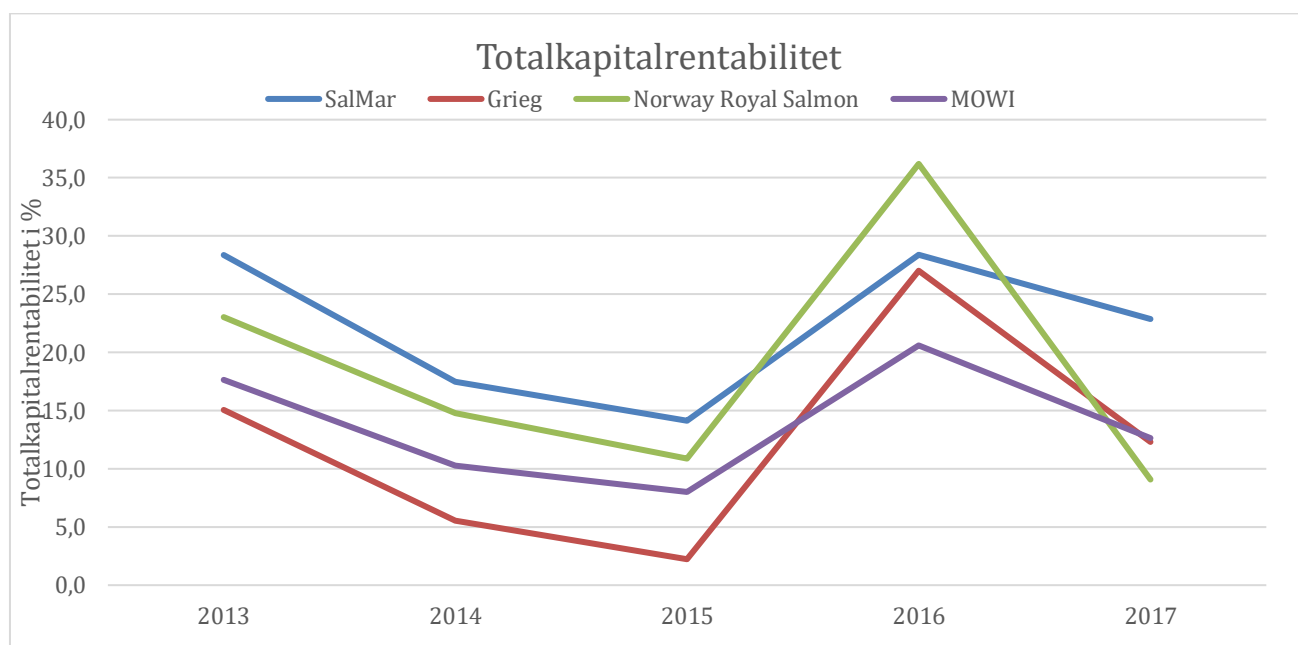
4.3.3 Oppsummering likviditet

Alt i alt ser også likviditeten betryggende ut. Selskapet behandler løpende spørsmål knyttet til likviditetsrisiko og har som mål å til enhver tid ha kontanter og kredittmuligheter til å dekke finansieringsbehovet på kort og mellomlang sikt.

4.4 Sammenligning av de mest sentrale firmaene

Videre skal vi her sammenligne noen av de mest sentrale nøkkeltallene mot direkte konkurrenter i markedet. Vi har landet på Grieg, Norway Royal Salmon og MOWI som de mest sammenlignbare selskapene. Dette er fordi lakseoppdrett og lakseeksport også er deres fremste virksomhetsområde og det er disse fire som utgjør mesteparten av markedet.

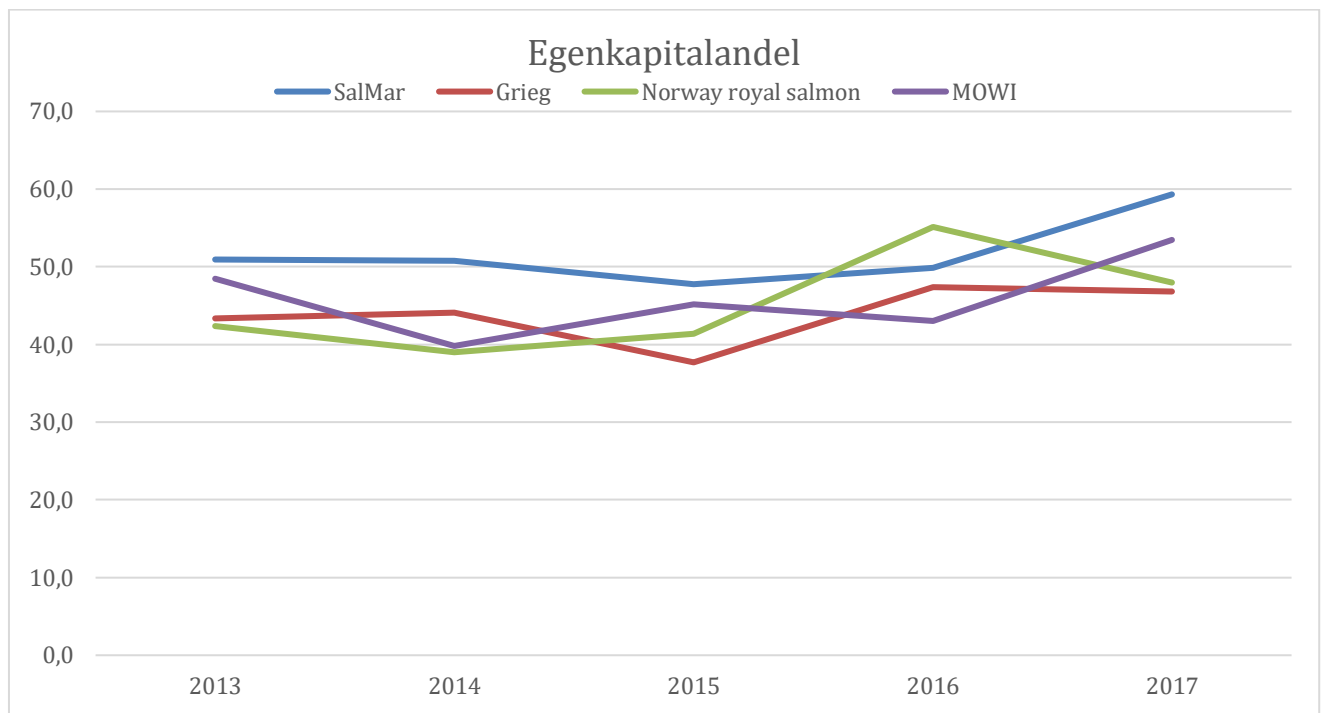
4.4.1 Totalkapitalrentabilitet



Figur 13: Totalkapitalrentabilitet sammenlignet med konkurrenter de siste fem årene.

Som vi ser av figuren er alle selskaperes avkastning på totalkapitalen sterkt korrelert med hverandre og dermed med lakseprisen. Forskjellene ligger dermed i kostnadsstrukturen og de respektive selskaperes effektivitet. Her kommer SalMar godt ut. Dette kan blant annet skyldes deres rendyrkede fokus på laks så vel som deres innovative foredlingscenter og andre konkurransefortrinn vi har nevnt tidligere.

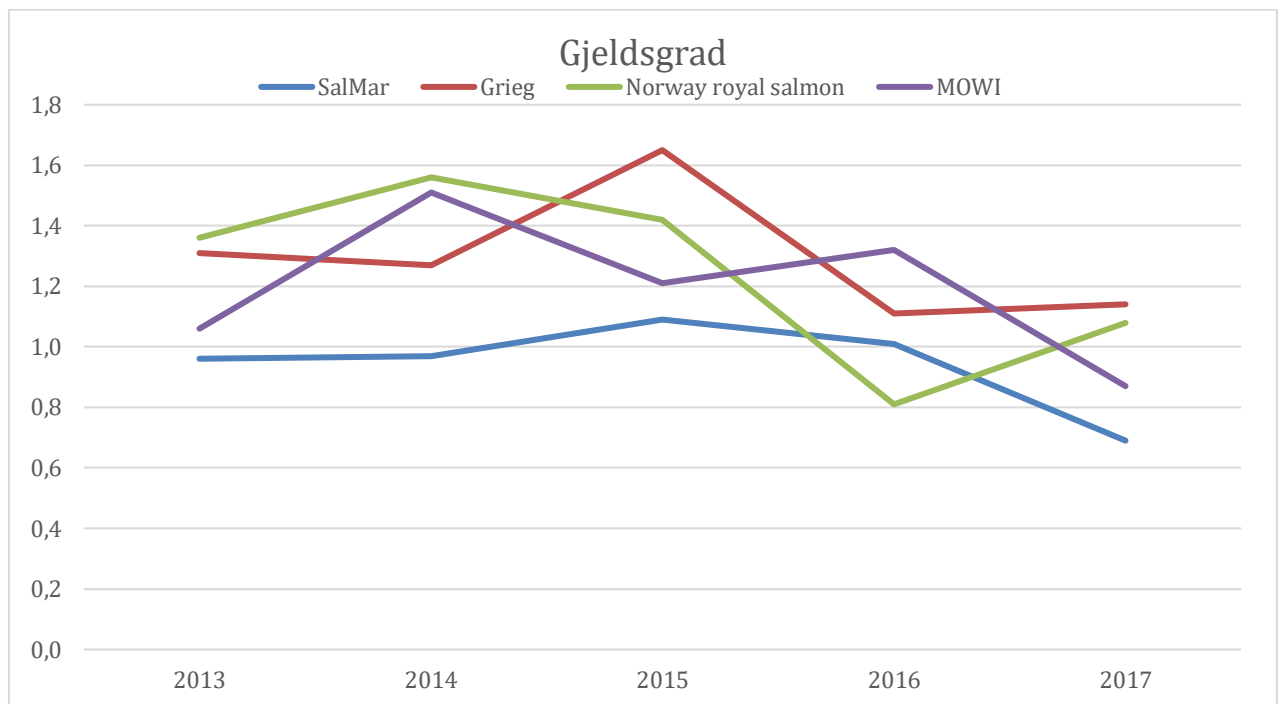
4.4.2 Egenkapitalandel



Figur 14: Egenkapitalandel sammenlignet med konkurrenter de siste fem årene.

Også soliditeten til SalMar ser ut til å være en smule bedre enn sine konkurrenter. Dette kan være viktig dersom bransjen skulle møte på tunge tider og det blir en kamp for å overleve. På sikt kan dette bli utslagsgivende for hvem som står igjen.

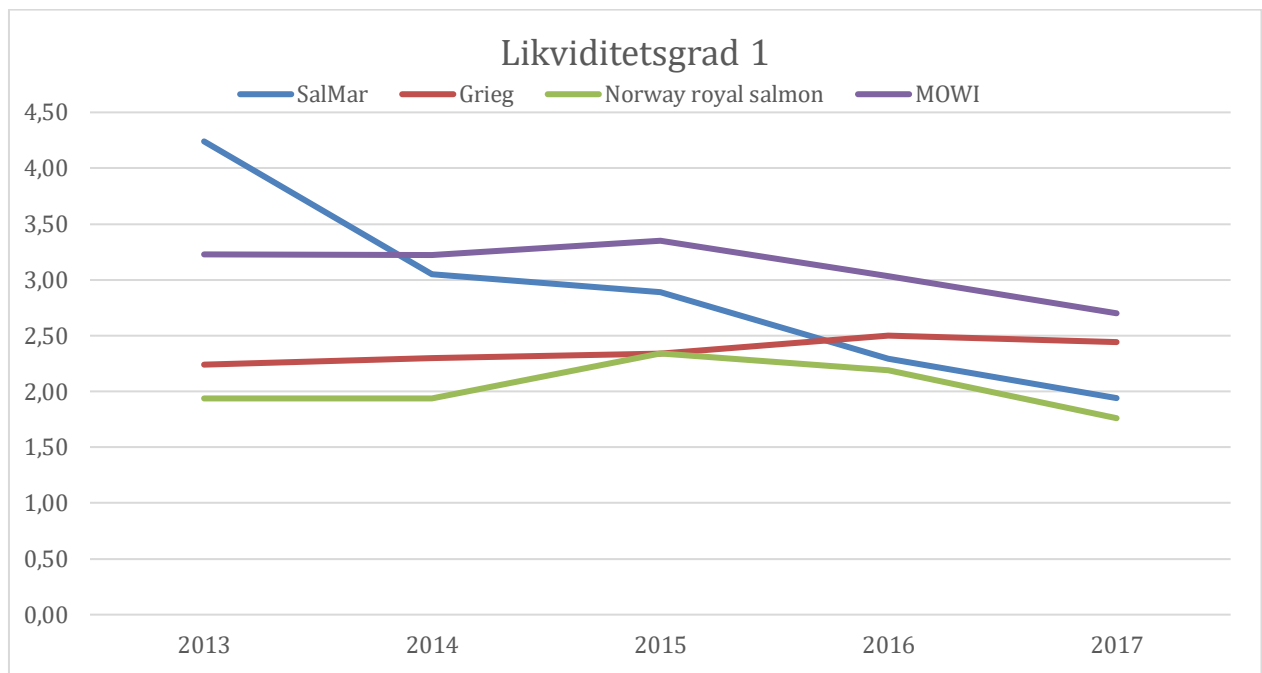
4.4.3 Gjeldsgrad



Figur 15: Gjeldsgrad sammenlignet med konkurrenter de siste fem årene.

Også her kommer SalMar bedre ut. Det ser ut til at Noen av konkurrentene har en gjeldsgrad over 1 noe som anses som usunt og kostbart. Som nevnt er det viktig å være rustet for å tåle tap dersom bransjen skulle gå mot tyngre tider. Av de fire selskapene her ser SalMar definitivt mest solide ut selv om de også er mest avhengig av laks.

4.4.4 Likviditetsgrad 1



Figur 16: Likviditetsgrad 1 sammenlignet med konkurrenter de siste fem årene.

SalMar ligger ikke like godt an likviditetsmessig og har en lavere likviditetsgrad enn både Grieg og MOWI. Dette kan være bevisst i form av at de ikke føler de trenger å sitte på mer reserver, men det kan være risikabelt om det skulle oppstå problemer.

4.5 Oppsummering regnskapsanalyse

I en slik analyse er det viktig å se helheten og ikke nøkkeltallene hver for seg. Når vi ser analysen under ett ser SalMar ut til å være godt rustet. Lønnsomheten er svært god sammenlignet med andre bransjer, men også sammenlignet internt i bransjen.

Når det gjelder soliditet ser det også bra ut. SalMar innehar definitivt en evne til å bære store tap og finansieringsstrukturen er sunn i henhold til etablert regnskapsteori (Kristoffersen, 2016). At selskapet er solid er svært viktig i en bransje så utsatt for svingninger i prisen på det de selger. Vi så mange selskaper bukke under når oljeprisen sank og det samme kan godt tenkes å skje med lakseprisen selv om det kanskje ikke vil være like drastiske fall.

Vi må også påpeke at vi bare har brukt regnskapsdata fra årene 2013-2017. Dette «øyeblikksbilde» er ikke nødvendigvis representativt for situasjonen per dags dato, men når vi ser utviklingen over tid danner vi oss et ganske klart bilde over situasjonen og det er usannsynlig at det skjer noe dramatisk på kort sikt.

5 Avkastningskrav (WACC)

Totalkapitalavkastningskravet er selskapets vektete, gjennomsnittlige kapitalkostnad. Med vekting refererer vi til i hvilken grad selskapet finansierer sin virksomhet med egne midler eller rentebærende gjeld. De ulike finansieringskildene bærer som kjent ulik risiko og ved å ta høyde for deres verdi og forventede avkastning finner vi altså avkastningskravet til totalkapitalen.

5.1 Egenkapitalkostnaden/Kapitalverdimodellen

Kapitalverdimodellen (Capital Asset Pricing Model - CAPM) er den mest kjente og brukte metoden for å finne avkastningskravet til egenkapitalen.

$$R_e = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

Der

$$R_f = \text{risikofri rente}$$

$$\beta = \text{Egenkapitalbetaen eller systematisk risiko}$$

$$R_m = \text{Avkastningen på markedsporteføljen}$$

5.2 Risikofri rente

Den risikofrie renten er det absolutte minste kravet til avkastning. Om Avkastningen din ikke overstiger denne taper du i praksis i penger. Som navnet antyder er den risikofrie renten avkastningen på en investering uten risiko for konkurs og mislighold. I praksis finnes det egentlig ikke en slik investeringen, men vi kan tilnærme oss ganske bra ved bruk av langsiktige statsobligasjoner. Særlig fra velstående land som Norge.

I denne verdsettelsen legger vi til grunn renten på 10årige norske statsobligasjoner. Kaldestad og Møller argumenterer godt for at dette er et rimelig kompromiss Mellom Teori og praksis. Gjennomsnittlig rente for 10årige statsobligasjoner var i 2018 på 1,88%.

5.3 Egenkapitalbetaen

Betaen er et mål på den enkelte aksjes risiko relativt til markedet. Med andre ord den systematiske risikoen. Om betaen er lik 1, svinger aksjen i takt med markedet. Formelen for egenkapitalbetaen er:

$$\beta = \frac{\text{Kovarians mellom aksje og markedsportefølje}}{\text{Varians i markedsporteføljen}}$$

Ved beregning av Beta ved hjelp av regresjon må en som regel gjøre to valg. Valg av Indeks og analyseperiode. For Norske selskaper kan det fort være fristende å velge Oslo børs, men dette kan være dårlig da denne i praksis ligner på en oljeindeks. Vi har derfor landet på MSCI World Index som består av aksjer fra 23 land med relativt velfungerende markeder. Analyseperioden strekker seg tilbake til 2012 resultatet blir da som følger:

Kovarians	0,000026084
Var i Markedet	0,000048477
BETA	0,538074794

Tabell 1: Beregnet kovarians, varians i markedet og beta.

Denne perioden er nesten utelukkende preget av oppgangstider i både indeks og aksjepris slik at egenkapitalbetaen blir kunstig lav. Om vi bruker Oslo Børs Benchmark Index tilbake til SalMars IPO får vi en egenkapitalbeta på 0,43 som er enda lavere. Betaverdiene til de komparative selskapene ligger godt over Salmars og varierer fra 0,61 (MOWI) til 0,8 (Lerøy).

Den lave betaen slår oss som urimelig. Den historiske samvariasjonen er preget av voldsomme oppganger i SalMars aksjekurs (våren 2018 etc.) og blir derfor veldig lav. En enkel formel for justert beta er å gi denne teoretiske betaen et slags tillitstall mellom 0 og 1 der 1 betyr full tillit. Videre trekkes denne mot en betaverdi på 1 som da ganges med 1 minus nevnte tillitsfaktor. Ifølge Kaldestad og Møller bør nevnte tillitsfaktor ligge mellom en tredel og to tredjedeler. Vi velger det første. Vår egenkapitalbeta blir derfor:

$$\beta_e = 0,54 * \frac{1}{3} + 1 * \frac{2}{3} = 0,846$$

5.4 Markedets Risikopremie

Risikopremien skal gjenspeile avkastningen investorer forventer å få utover den risikofrie renten. Det finnes mange tilnærminger for å finne denne. Den mest brukte er å se på historisk avkastning. Det innebærer å se på avkastningen over tid og trekke fra den risikofrie renten. Gjennomsnittlig daglig avkastning på Oslo børs har vært 0,03% i perioden der SalMar har vært børsnotert. Da får vi en risikopremie på

$$(1 + 0,0003)^{220} - 1 - 0,0188 = 4,94\%$$

Dette stemmer godt overens med blant annet PWC sitt funn i deres årlige undersøkelse der det kommer frem at de fleste investorer og firmaer benytter seg av en risikopremie på 5% etter skatt. Det er nå flere argumenter for at denne blir lavere fremover siden de siste års oppgangstider er ventet å bremse ned noe.

Det er fremdeles en akseptert metode som er svært utbredt i praksis og vi velger å holde oss til denne for nå.

5.5 Egenkapitalkostnaden

Vi har da alle elementene i kapitalverdimodellen og egenkapitalkostnaden blir:

$$R_e = 1,88\%(1 - 0,22) + 0,846 * 5\% = 5,7\%$$

Risikofri rente justeres for skatt, mens risikopremien er beregnet etter skatt (PWC Risikopremie 2018).

5.6 Gjeldsrenten

Det er også flere fremgangsmåter for å estimere lånerenten. En mye brukt metode er å se på historisk betalte renter mot rentebærende gjeld. De siste 5 årene ser disse tallene slik ut for SalMar:

År	2013	2014	2015	2016	2017
Rentebærende gjeld	2 843 423	2 468 229	2 901 793	2 638 170	1 399 631
Betalte renter	168 053	124 193	98 780	106 328	106 961
Gjennomsnittlig lånerente	5,91 %	5,03 %	3,40 %	4,03 %	7,64 %

Tabell 2: Beregning av gjennomsnittlig lånerente de siste årene.

Om vi trekker fra den risikofrie renten for hvert år får vi en denne oversikten over risikopremiene til kreditorer:

Gjennomsnittlig lånerente	5,91 %	5,03 %	3,40 %	4,03 %	7,64 %
Risikofri rente	2,58 %	2,52 %	1,57 %	1,33 %	1,64 %
Risikopremie	3,33 %	2,51 %	1,83 %	2,70 %	6,00 %

Tabell 3: Beregning av risikopremie til kreditorer.

Snittet de siste fem årene blir noe kunstig etter at så mye gjeld ble nedbetalt i 2017. Denne reduksjonen tatt i betraktning velger vi å se bort fra det siste året og heller se på årene 2013 til og med 2016. Snittet for disse fire årene var 4,6%. Det er viktig å påpeke at denne ikke sier noe om potensielle lånebetingelser i dag og derfor har store svakheter. SalMars høye egenkapitalandel taler for en mye lavere kredittrisiko enn det som historisk sett har vært tilfelle.

5.7 Vekting av egenkapitalkostnad og gjeldskostnad

Siden SalMar er et børsnotert selskap er verdien av egenkapitalen per dags dato lik

$$415,50 \text{ kroner per aksje} * 113\,299\,999 \text{ utestående aksjer} = 47,07 \text{ milliarder}$$

Den totale verdien av SalMar er lik verdien av egenkapitalen pluss netto rentebærende gjelden

$$\text{Enterprise value} = 47,07 \text{ milliarder} + 1,222 \text{ milliarder} = 48,292 \text{ milliarder}$$

Netto rentebærende gjeld utgjøres her av finansiell gjeld minus finansielle eiendeler.

Dette gir en vekting av egenkapitalen på 97,47% og 2,53% på gjelden. Dette er en svært høy egenkapitalandel.

5.8 Avkastning på totalkapitalen (WACC)

Alle elementene for å estimere WACC er nå på plass. SalMars avkastningskrav vil ifølge våre estimater være:

$$5,7\% * 0,9747 + 4,6\%(1 - 0,22) * 0,0253 = 5,65\%$$

6 Prognostisering av fremtidig fri kontantstrøm (FCF)

En av de vanskeligste delene av verdsettelse er prognostisering av fremtidige kontantstrømmer. Det vi ønsker å gjøre er å benytte historisk data og den strategiske analysen til å kvantifisere fremtidig inntjening. Vi skiller vanligvis mellom prognostisering på kort og lang sikt. Prognosene på kort sikt kalles ofte for den eksplisitte prognoseperioden, mens vi på lang sikt snakker om terminalverdi.

Vi har valgt å benytte oss av det Kaldestad og Møller (verdivurdering 2. utgave 2016) kaller for en Top-Down tilnærming. Dette innebærer å lage egne prognoser for de ulike regnskapslinjene, men på et overordnet nivå. Fordelen med en slik fremgangsmåte er at prediksjonsnivået blir bedre enn om en kun baserer seg på historisk data, og at det er mindre ressurskrevende enn bottom-up modeller som blir for detaljstyrt. Den store ulempen er at man lett kan overse kritiske sammenhenger mellom kostnader og inntekter dersom man har et overdrevent fokus på forholdstall.

Den viktigste faktoren i prognosen er lakseprisen. Denne vil påvirke driftsinntektene mye og legge et grunnlag for slaktevolum som igjen påvirker kostnadene.

Vi har valgt en eksplisitt periode på 5 år. Dette har vi gjort ut ifra betraktningen om at perioden så langt det er mulig skal dekke tiden frem til virksomheten er i en såkalt «steady state». Med det menes det tidspunktet er selskapet ikke lenger oppnår en meravkastning på fremtidig ekspansjonsinvesteringer. Vi ser ikke at dette kommer til å skje i løpet av perioden, men å forsøke å lage prognoser lengre enn fem år frem i tid i en bransje som er så avhengig av svingninger i lakseprisen og kronekursen virker lite hensiktsmessig. Det vil mest sannsynlig ende i dårlige estimater og derav en unøyaktig verdivurdering. Derfor holder vi den eksplisitte perioden på 5 år og legger deretter til terminalverdien.

For 2018 bruker vi noen steder de faktiske tallene som vi har tilgang på når denne oppgaven blir skrevet. Fra 2019 og utover baserer vi oss utelukkende på estimater.

6.1 Driftsinntekter

I prognosen legger vi hovedsakelig vekt på hvordan laksepris og slaktevolum vil påvirke de fremtidige driftsinntektene. For å belyse dette har vi utført en regresjonsanalyse der den avhengige variabelen er driftsinntektene. Modellen er veldig enkel og baserer seg på en antagelse om at driftsinntektene er lik slaktevolum multiplisert med laksepris (Salgsinntekt) ganget med en regresjonskoeffisient.

År	Driftsinntekter	Gj.snitt. Laksepris	slaktevolum	Pris*volum
2018	11 342 600	60,76	142 500	8 658 300
2017	10 817 238	60,88	135 200	8 230 976
2016	9 029 814	63,13	115 600	7 297 828
2015	7 366 134	42,09	136 400	5 741 076
2014	7 185 887	40,3	141 000	5 682 300
2013	6 245 860	39,59	115 000	4 552 850

Tabell 4: Oversikt over driftsinntekter, laksepris og slaktevolum de siste årene

Resultatene av analysen blir som følger.

Regression Statistics	
Multiple R	0,991409224
R Square	0,98289225
Adjusted R Square	0,978615313
Standard Error	304378,4975
Observations	6

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	2,12912E+13	2,13E+13	229,8122	0,000110385
Residual	4	3,70585E+11	9,26E+10		
Total	5	2,16618E+13			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	131261,7763	576453,2784	0,227706	0,831041	-1469229,107	1731752,66
Pris*volum	1,274793757	0,084091756	15,15956	0,00011	1,041317613	1,508269901

Tabell 5: Regresjonsanalyse med driftsinntekter som avhengig variabel, og laksepris og slaktevolum som de uavhengige variablene.

Vi leser av dette at modellen forklarer hele 98,29% av variansen i driftsinntektene. Regresjonskoeffisienten for salgsinntektene (Pris*volum) er 1,27. Videre må vi derfor prøve å anslå hvordan disse to faktorene utvikler seg fra og med 2019. Videre kan vi legge til at ulikheten mellom salgsinntekt og driftsinntekt mest sannsynlig skyldes svingninger i lakseprisen gjennom året og på salgstidspunktene samt en noe volatil kronekurs.

For lakseprisen har vi valgt å se på Fish Pools forwardpriser. Fish pool eies hovedsakelig av Oslo børs og er en markeds plass for kjøp og salg av laksekontrakter. Forwardprisene deres er basert på medlemmenes forventninger til lakseprisen.

ÅR	2019	2020	2021	2022
Forward laksepriser	61,76	61,45	59,00	58,56

Tabell 6: Fish Pools prognoser på fremtidige laksepriser.

Som vi ser forventes lakseprisen å falle noe de nærmeste årene. Her vil vi påpeke at estimatet blir mindre nøyaktig jo lengre frem i tid vi kommer.

Historisk sett har slaktevolumet sett slik ut:

År	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Slaktevolum	115 000	141 000	136 400	115 600	135 200	142 500

Tabell 7: SalMars slaktevolum de siste årene

Slaktevolumet styres overordnet av etterspørselen, SalMars effektivitet og biologiske utfordringer knyttet til bekjempelse av lakselus etc. De to første faktorene forventes å øke noe, særlig SalMars nye produksjonsanlegg forventes å bedre spesielt effektiviteten. Etterspørselen på verdensbasis forventes også å øke og SalMar er klare til å ta sin del av denne økte etterspørselen. Det er noe usikkerhet knyttet til bekjempelse av lakselus, men med stadig bedre fôr og teknologi blir også denne mer effektiv. Gjennomsnittlig økning i årene 2013-2018 har vært 5,3%, men dette skyldes i store deler økningen fra 2013 til 2014. Vi velger derfor å nedjustere veksten til om lag 4% årlig selv om dette kan være noe optimistisk. Fremtidig slaktevolum vil derfor se sånn ut.

År	2019	2020	2021	2022
Slaktevolum	148 200	154 128	160 293	166 705

Tabell 8: Prognose av fremtidig slaktevolum

Som vi kan se av regresjonsanalysen vil driftsinntektene bestemmes slik:

$$\text{Driftsinntekter} = 131261,77 + 1,27(\text{pris} * \text{volum})$$

Om vi plottes inn for årene 2018 til 2022 blir resultatet:

ÅR	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	11 342 600	11 799 235	12 205 045	12 187 361	12 576 099

Tabell 9: Prognostiserte driftsinntekter

Dette tilsvarer en gjennomsnittlig årlig vekst på litt over 2,5% noe som er svært nøkternt med tanke på historisk vekst. Det største usikkerhetsmomentet her er de

fremtidige lakseprisene hvor det er vanskelig å lage gode estimater. Vi har tatt utgangspunkt i at disse vil falle noe, men holde seg relativt stabile sammenlignet med den historiske utviklingen.

6.2 Varekostnad

Det beste estimatet for varekostnaden er å beregne disse i andel av driftsinntektene siden de korrelerer sterkt. Vi har igjen tatt utgangspunkt i årene 2013-2017.

År	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	6 245 860	7 185 887	7 366 134	9 029 814	10 817 238
Varekostnad	3 051 195	3 175 292	3 562 811	4 000 818	4 722 474
Andel	48,85 %	44,19 %	48,37 %	44,31 %	43,66 %
Gjennomsnittlig	45,87 %				

Tabell 10: Varekostnad beregnet som andel av driftsinntekt.

For fremtiden gir dette da:

År	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	11 342 600	11 799 235	12 205 045	12 187 361	12 576 099
Varekostnad	5 203 316	5 412 793	5 598 955	5 590 842	5 769 172
Andel	45,87 %	45,87 %	45,87 %	45,87 %	45,87 %

Tabell 11: Prognostisert varekostnad beregnet som andel av driftsinntekt.

6.3 Lønnskostnad

Her velger vi igjen å prognostisere fremtidige lønnskostnader basert på andelen posten utgjør av driftsinntektene.

År	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	6 245 860	7 185 887	7 366 134	9 029 814	10 817 238
Lønn	623 053	710 430	765 881	861 534	929 100
Andel	9,98 %	9,89 %	10,40 %	9,54 %	8,59 %
Gjennomsnitt	9,68 %				

Tabell 12: Lønnskostnader beregnet som andel av driftsinntekter.

Dette gir en fremtidig vekst på:

År	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	11 342 600	11 799 235	12 205 045	12 187 361	12 576 099
Lønn	1 097 721	1 141 914	1 181 187	1 179 476	1 217 097
Andel	9,68 %	9,68 %	9,68 %	9,68 %	9,68 %

Tabell 13: Prognostiserte lønnskostnader.

6.4 Andre driftskostnader

Andre driftskostnader omfatter vedlikehold, utstyr og forbruksmateriell, direkte innsatsfaktorer, frakt og leveringskostnader samt øvrige driftsomkostninger. Disse kostnadene er også sterkt tilknyttet driftsinntektene.

År	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	6 245 860	7 185 887	7 366 134	9 029 814	10 817 238
Andre driftskostnader	10 86 299	11 42 953	1 272 186	1 377 795	1 584 825
Andel	17,39 %	15,91 %	17,27 %	15,26 %	14,65 %
Gjennomsnitt	16,10 %				

Tabell 14: Andre driftskostnader beregnet som andel av driftsinntekter.

Prognosen ser derfor slik ut:

År	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	11 342 600	11 799 235	12 205 045	12 187 361	12 576 099
Andre driftskostnader	1 825 655	1 899 152	1 964 470	1 961 624	2 024 193
Andel	16,10 %	16,10 %	16,10 %	16,10 %	16,10 %

Tabell 15: Prognostiserte driftskostnader.

Vi har utelatt virkelig verdijusteringer og benyttet oss av de operasjonelle driftskostnadene da verdijusteringene er vanskelige, om ikke umulige, å estimere.

6.5 Avskrivninger og nedskrivninger

Avskrivningene forventes å øke i takt med nye investeringer og at disse blir dyrere og dyrere. Den historiske utviklingen ser slik ut og her utgjør nedskrivninger en minimal andel:

År	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	6 245 860	7 185 887	7 366 134	9 029 814	10 817 238
Avskrivninger og nedskrivninger	225 820	278 164	321 449	358 020	418 612
Andel	3,62 %	3,87 %	4,36 %	3,96 %	3,87 %
Gjennomsnitt	3,94 %				

Tabell 16: Avskrivning og nedskrivninger som andel av driftsinntekter.

Utviklingen viser at posten holder seg relativt stabil og fluktuierer rundt 4%. Vi legger derfor til grunn at posten skal utgjøre 3,94% av driftsinntektene.

År	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	11 342 600	11 799 235	12 205 045	12 187 361	12 576 099
Avskrivninger og nedskrivninger	446 560	464 538	480 515	479 819	495 123
Andel	3,94 %	3,94 %	3,94 %	3,94 %	3,94 %

Tabell 17: Prognostiserte avskrivninger og nedskrivninger.

6.6 Arbeidskapital

Arbeidskapitalen kan defineres som differansen mellom omløpsmidlene og den kortsiktige gjelden som sett i regnskapsanalysen. Denne varierer noe, men utgjør i snitt ca. 43% av driftsinntekten hvert år. Om vi brekker opp arbeidskapitalen, deles den hovedsakelig i leverandørgjeld, kundefordringer og biologiske eiendeler.

År	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	6 245 860	7 185 887	7 366 134	9 029 814	10 817 238
Arbeidskapital	3 974 446	3 135 990	3 257 519	3 607 356	2 575 752
Andel	63,63 %	43,64 %	44,22 %	39,95 %	23,81 %
Snitt	43,05 %				

Tabell 18: Arbeidskapital som andel av driftsinntekter.

Et problem med å stabilisere denne på et bestemt nivå er at biologiske eiendeler verdsettes til markedsverdien på balansedagen og derfor får arbeidskapitalen til å variere mye. Dette har ført til høye nivåer i 2013 og veldig lave nivåer i 2017. Om vi antar at lakseprisen stabiliserer seg rundt 60 kroner vil det være mer naturlig å anta at arbeidskapitalen vil utgjøre rundt 30% av driftsinntektene. Vi legger derfor dette til grunn istedenfor snittet på 43%.

År	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	11 342 600	11 799 235	12 205 045	12 187 361	12 576 099
Arbeidskapital	3 402 780	3 539 770	3 661 513	3 656 208	3 772 830
Andel	30 %	30 %	30 %	30 %	30 %
Endring	827 028	136 990	121 743	-5 305	116 621

Tabell 19: Prognostisert arbeidskapital.

6.7 Investeringer

Investeringer består her av inn- og utbetalinger knyttet til varige driftsmidler og immaterielle eiendeler. Som immateriell eiendel regnes da konsesjonene. Å normalisere investeringsnivået er vanskelig, da man ikke kan alltid kan legge til grunn historiske tall. Historisk data gir et snitt på 9,96% av omsetningen årlig.

År	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	6 245 860	7 185 887	7 366 134	9 029 814	10 817 238
Netto Investeringer	295 488	1 039 558	726 745	1 094 526	933 151
Andel	4,73 %	14,47 %	9,87 %	12,12 %	8,63 %
Gjennomsnitt	9,96 %				

Tabell 20: Netto investeringer som andel av driftsinntekter.

Om vi sammenligner dette med de komparative selskapene fra regnskapsanalysen, ligger SalMars investeringsnivå godt over resten av bransjen som snitter på i underkant av 7% i perioden 2013-2017. Med stadig bedre teknologi og effektivitet er det lite trolig at investeringsnivået vil holde seg så høyt. Ettersom veksten til SalMar modereres, antas også investeringsnivået å gjøre det samme. Vi legger derfor til grunn at årlige netto investeringer vil utgjøre i overkant av 7% av omsetningen de neste 5 årene.

År	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	11 342 600	11 799 235	12 205 045	12 187 361	12 576 099
Netto Investeringer	805 325	837 746	866 558	865 303	892 903
Andel	7,10 %	7,10 %	7,10 %	7,10 %	7,10 %

Tabell 21: Prognostisert netto investeringer.

6.8 Fri Kontantstrøm

Prognosen de neste 5 årene blir derfor seende slik ut. Som vi ser vil veksten modereres kraftig, men samtidig stabiliseres noe som kan være bra. (alle tall i tusen)

	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	11 342 600	11 543 609	11 892 877	11 912 611	12 273 475
Varekostnad	-5 203 316	-5 295 527	-5 455 750	-5 464 803	-5 630 346
Lønnskostnader	-1 097 721	-1 117 174	-1 150 976	-1 152 886	-1 187 810
Andre driftskostnader	-1 825 655	-1 858 008	-1 914 225	-1 917 401	-1 975 484
EBITDA	3 215 909	3 272 900	3 371 926	3 377 521	3 479 835
Avskrivninger og nedskrivninger	-446 560	-454 474	-468 225	-469 002	-483 209
EBIT (operasjonelt driftsresultat)	2 769 348	2 818 425	2 903 701	2 908 519	2 996 626
Skattekostnad 22%	-609 257	-620 054	-638 814	-639 874	-659 258
Driftsresultat etter skatt	2 160 092	2 198 372	2 264 887	2 268 645	2 337 368
Avskrivninger og nedskrivninger	446 560	454 474	468 225	469 002	483 209
Endring arbeidskapital	-827 028	-60 303	-104 780	-5 920	-108 259
Investeringer (kjøp/salg av driftsmidler)	-805 325	-819 596	-844 394	-845 795	-871 417
Fri kontantstrøm (FCF)	974 299	1 772 947	1 783 937	1 885 931	1 840 901

Tabell 22: Prognostisert fri kontantstrøm.

Skattesatsen vi legger til grunn er 22% og denne forventes å holde seg gjennom hele perioden.

6.9 Terminalverdi

Fra 2022 beregnes det vi på norsk kaller terminalverdi, men som er bedre kjent som *horizon value*. Det vanlige er å vurdere denne ut fra Gordons formel.

$$\text{Terminalverdi} = \frac{CF}{r - g}$$

Gordons formel baser seg hovedsakelig på vekstfaktoren g , og små variasjoner i denne kan gi enorme utslag. Oppgaven vår blir derfor å estimere denne vekstfaktoren. De neste 5 årene kan denne måles som gjennomsnittlig vekst i omsetningen.

ÅR	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	11 342 600	11 799 235	12 205 045	12 187 361	12 576 099
Vekst		4,03 %	3,44 %	-0,14 %	3,19 %
Snitt	2,63 %				

Tabell 23: Prognostisert årlig vekst.

Denne veksten ligger om lag rundt forventet vekst i totalt BNP de neste årene (SSB). Om en antar at vekst i BNP hovedsakelig vil skyldes morgendagens bedrifter vil det være usannsynlig at vekstraten overstiger denne veksten (Kaldestad og Møller). Det lave rentenivået taler også for at veksten vil bli lavere i årene som kommer. Derfor kan det være naturlig å redusere denne noe. Den historiske veksten til SalMar som kan sies å være voldsom, må også forventes å reduseres ettersom flere innser at det er mye profitt å kjempe om i bransjen. Vi nedjusterer derfor vekstraten til 1,75%.

7 Verdssettelse

7.1 Verdssettelse etter DCF-metoden

De fremtidige kontantstrømmene neddiskonteres med avkastningskravet (WACC) på 5,65%. Terminalleddet beregnes ut fra en antatt vekst på 1,75%. Når vi legger alle faktorene sammen får vi:

WACC	5,65 %					
g	1,75 %					
År	2018	2019	2020	2021	2022	Terminalverdi
Fri Kontantstrøm	974 299	1 736 855	1 816 550	1 940 789	1 880 599	48 220 485
Diskonteringsfaktor	1,0565	1,1162	1,1793	1,2459	1,3163	1,3163
Nåverdi	922 195	1 556 054	1 540 419	1 557 760	1 428 725	36 633 977
Sum Nåverdi	43 639 130					

Tabell 24: Beregning av nåverdi ved hjelp av avkastningskrav og vekstfaktor. (Tall rundet av til hele tusen)

Vi får altså en virksomhetsverdi på 43 639 130 000 kroner med de forutsetningene vi har tatt. Om vi deretter trekker fra netto finansiell gjeld får vi vår estimerte verdi på egenkapitalen.

$$\text{Verdi EK} = 43\,639\,130\,000 - 1\,222\,500\,000 = 42\,416\,630\,000$$

Netto finansiell gjeld er her SalMars rentebærende gjeld 1.1.2018.

Om vi deler verdien av egenkapitalen på antall utestående aksjer får vi et kursmål på:

$$\frac{42\,416\,630\,000}{113\,299\,999} = 374,37 \text{ kroner}$$

Dette er 6,41% under dagens kurs på ca. 400 kroner. Ifølge våre estimer er altså SalMar overpriset. Det er stor usikkerhet knyttet til noen av våre estimer, da særlig vekstfaktoren og fremtidig laksepris. Om vi kjører en sensitivitetsanalyse på Excel hvor vi lar vekstfaktoren og avkastningskravet løpe får vi:

g/WACC	5,05 %	5,25 %	5,45 %	5,65 %	5,85 %	6,05 %	6,25 %
1,15 %	384,83	365,23	347,46	331,26	316,45	302,84	290,30
1,35 %	402,82	381,31	361,90	344,30	328,26	313,59	300,11
1,55 %	422,85	399,12	377,82	358,60	341,17	325,29	310,76
1,75 %	445,32	418,97	395,47	374,37	355,34	338,08	322,35
1,95 %	470,69	441,22	415,13	391,85	370,96	352,12	335,02
2,15 %	499,55	466,35	437,17	411,33	388,28	367,59	348,93
2,35 %	532,69	494,94	462,06	433,16	407,57	384,74	364,26

Tabell 25: Sensitivitetsanalyse av verdsettelse ved forskjellige vekstfaktorer og avkastningskrav.

Her ser vi hvor mye kursmålet påvirkes av endringer i vekstfaktoren og avkastningskravet. En antagelse vi har er at markedet overvurderer veksten og antar at den historiske veksten til SalMar vil opprettholdes. Dette kan enkelt rettferdiggjøre markedsprisen på 400 kroner per dags dato (15.4.2019). I vår modell har vi lagt en kraftig demper på forventet vekst i årene som kommer og vi får da en lavere kurs.

7.2 Verdsettelse basert på multipler

Den andre hovedtilnærmingen til verdsettelse er å se på den relative prisingen av andre, sammenlignbare selskaper. Ifølge Kaldestad og Møller gjøres dette ved å ta utgangspunkt i poster fra resultatoppstillingen, balansen etc. og så multiplisere med en faktor. Denne faktoren er basert på de sammenlignbare selskapene eller bransjegjennomsnittet. Ved å studere denne sammenhengen kan vi få et estimat på verdien på vårt selskap.

Som i regnskapsanalysen er de sammenlignbare selskapene vi bruker Grieg, MOWI, og Norway Royal Salmon. Et av hovedargumentene mot metoden er at det er vanskelig å finne gode selskaper å sammenligne med. Dette gjelder spesielt i små land som Norge der det er færre bedrifter i hver bransje og disse varierer i målgruppe, produkter og kostnadseffektivitet. Vi mener likevel det er rimelig å benytte disse 3 selskapene da alle har lakseoppdrett som hovedinntektskilde. Spesielt Grieg og NRS er gode fordi de også er noenlunde i samme størrelsesorden.

De mest vanlige multiplene å se på er Price/Earnings ratioen (P/E), price-to-book ratioen (P/B), EV/EBITDA, EV/EBIT, og EV/salg. Vi ser videre på de hver for seg. Tallene er basert på estimater for 2018.

P/E- Price/Earnings ratio

$$P/E = \frac{\text{Pris per aksje}}{\text{Resultat per aksje}}$$

I praksis er nok dette den mest brukte multippelen. Det er ofte denne du ser på diverse nyhetstjenester som Yahoo Finance og Nordnet. Dens popularitet skyldes at den er enkel å beregne samtidig som den kommuniserer enkel informasjon. Multippelen måler i essens aksjeprisen relativt til resultatet per aksje. Med andre ord ser vi hvordan markedet verdsetter selskapets inntekter.

	SalMar	MOWI	Grieg	NRS
Aksjekurs	419,20	193,65	105,20	202,20
EPS (Resultat per aksje)	31,5	11,15	8,58	16,19
P/E	13,31	17,37	12,26	12,49

Tabell 26: Beregnet P/E for SalMars relevante konkurrenter.

Markedet verdsetter SalMars kontantstrøm under MOWIs, men over de to andre. Dette skyldes i hovedsak usikkerhet. Det er ikke urimelig å knytte dette opp mot at SalMar har sitt hovedfokus rettet mot ett felt som er svært følsomt med tanke på laksepris. Hovedargumentet mot akkurat denne multippelen er at den ignorerer kapitalstrukturen og lånerenten som kan ha stor effekt på kursen.

Om vi nå antar vi vi skulle verdsatt SalMar etter denne multippelen tar vi bransjesnittet (Eks. SalMar) som gir en P/E på 14,04 og ganger med SalMars resultat per aksje. Dette gir:

$$\text{Aksjekurs} = 31,5 * 14,04 = 442,26 \text{ kroner}$$

P/B – Price/Book ratio

Også en mye brukt multipl. Denne viser hvordan markedet verdsetter de bokførte verdiene som finnes i selskapet. Formelen er:

$$P/B = \frac{\text{Pris per aksje}}{\text{Bokført verdi per aksje}}$$

Bokført verdi per aksje utgjøres av bokførte verdier i selskapet delt på utstedte aksjer.

Oversikten over bransjen viser:

	SalMar	MOWI	Grieg	NRS
Aksjekurs	419,20	193,65	105,20	202,20
Bokførte verdier	9 139 800 000	28 875 711 000	3 858 595 000	2 320 785 000
Antall Aksjer	113 299 999	490 167 777	111 662 000	43 572 191
Bokført verdi per aksje	80,67	58,91	34,56	53,26
P/B	5,20	3,29	3,04	3,80

Tabell 27: Oversikt over aksjene til de største aktørene i markedet.

Som vi ser verdsetter markedet SalMars egenkapital høyest. Dette kan skyldes deres suverene kostnadseffektivitet. En ratio på over 5 angir at markedet verdsetter egenkapitalen til 5 ganger så mye som dens bokførte verdi. Dette kan være et tegn på at det ikke er så mye mer å hente her.

Et estimat på aksjekurs basert på denne multipl. gir

$$\text{aksjekurs} = 3,38 * 80,67 = 272,66$$

Basert på denne multipl. er SalMar overpriset.

EV/EBITDA

En mye anvendt multiplenummer ved kjøp og salg av virksomheter er EV/EBITDA. Faktoren gjør det mulig å sammenligne den underliggende driften til de ulike selskapene og hvordan denne er verdsatt av markedet inkludert kreditorer.

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

	SalMar	MOWI	Grieg	NRS
Virksomhetsverdi (EV)	48 921 799 579	110 383 763 331	13 487 948 800	9 247 423 897
EBITDA	3 215 908 000	8 726 706 000	1 334 473 000	731 024 000
EV/EBITDA	15,21	12,65	10,11	12,65

Tabell 28: Beregning av EV/EBITDA.

Tendensen er igjen at SalMar har den høyeste multiplenummeret. Altså verdsetter markedet og kreditorer den underliggende driften i Salmar høyest. Vi kan også her benytte multiplenummerene til å gi et anslag på verdien av SalMars egenkapital.

$$\text{Virksomhetsverdi} = 11,8 * \text{EBITDA}(\text{SALMAR}) = 37,96 \text{ milliarder}$$

Fratrukket netto finansiell gjeld gir dette en aksjekurs på 324,24 kroner.

EV/Sales

En grovere multiplenummer enn den forrige siden denne bare ser på omsetning og ikke tar driftsutgifter med i betraktningen. Den forteller oss med andre ord hvor mye det vil koste en investor å kjøpe selskapets omsetning. Denne bør ses i sammenheng med EV/EBITDA.

	Salmar	MOWI	Grieg	NRS
Virksomhetsverdi (EV)	48 921 799 579	110 383 763 331	13 487 948 800	9 247 423 897
Omsetning	11 343 000 000	36 785 000 000	7 552 000 000	5 081 000 000
EV/Salg	4,31	3,00	1,79	1,82

Tabell 29: Beregning av EV/Salg

Økningen fra EV/SALG til EV/EBITDA i % kan være interessant å se på. Det vil da være gunstig at denne er lav da dette betyr at driften er mer kostnadseffektiv. Snittet for de komparative selskapene er 2,2. En verdsette basert på denne multipliseringen gir Salmar en aksjekurs på:

$$\text{Aksjekurs} = \frac{((2,2 * 11\,343\,000\,000) - 1\,222\,500\,000)}{113\,299\,999} = 209,46$$

EV/EBIT

Igjen minner denne om de to forrige men nå inkluderer vi driftsutgifter og avskrivninger/nedskrivninger. Vi får da en forståelse over hvordan avskrivningene spiller inn i det store bilde.

	Salmar	MOWI	Grieg	NRS
Virksomhetsverdi (EV)	48 921 799 579	110 383 763 331	13 487 948 800	9 247 423 897
EBIT(Operasjonell)	2 769 348 000	7 249 464 000	1 098 818 000	641 726 000
EV/EBIT	17,67	15,23	12,27	14,41

Tabell 30: Beregning av EV/EBIT

Snittet utgjør her 13,97. Basert på denne multipliseringen skulle SalMar blitt verdsatt til:

$$\text{Aksjekurs} = \frac{(13,97 * 2\,769\,348\,000) - 1\,222\,500\,000}{113\,299\,999} = 330,67 \text{ kroner}$$

Verdsettelsen

Det viktigste her er å se alle multiplene i som del av en helhet. Om vi gir alle multiplene lik vektning får vi et kursmål på 315,86 kroner basert på denne analysen. Dette er under både markedsprisen og resultatet fra verdsettelsen etter DCF-metoden.

	Kursmål
P/E	442,26
P/B	272,66
EV/EBITDA	324,24
EV/SALG	209,46
EV/EBIT	330,67
Snitt	315,86

Tabell 31: Kursmål beregnet ved ulike multipler.

Denne Metoden gir kun en ganske svak pekepinn på hvordan aksjen er priset relativt til de andre aktørene i bransjen. Problemet med metoden er at det ikke finnes noen eksakte kopier av firmaet som gjør metoden gyldig. I praksis driver vi her med ekstrapolering, altså at vi henter data utenfor gyldighetsområdet. Det er også brukt historisk data her selv om det ville vært best med fremtidsestimater.

7.3 Verdsettelse etter dividendemodellen

En alternativ verdsettelsesmetode er å verdsette aksjen etter nåverdien til fremtidig utbytte. Salmar er kjent for å utbetale utbytte og denne modellen kan derfor være passende å benytte her. Modellen er relativt enkel å benytte seg av og baserer seg på en antakelse om at aksjeprisen er bestemt ut ifra nåverdien til fremtidig utbytte. På papiret ser formelen slik ut:

$$\text{Aksjepris} = \frac{\text{utbytte}}{\text{avkastningskrav} - \text{vekst i utbytte}}$$

Vekstfaktoren i dette uttrykket kan bestemmes ut ifra formelen:

$$\text{Vekst i utbytte} = \text{tilbakeholdt overskudd} * \text{avkastning på egenkapitalen}$$

Som avkastningskrav benytter vi oss av avkastningskravet vi beregnet tidligere. Modellen kan være vanskelig å benytte i praksis da fremtidig utbytte er vanskelig å estimere så modellen er her forenklet til å kun inkludere terminalleddet.

Vekstfaktoren vi benytter oss av her blir noe høyere enn vekstfaktoren i kontantstrømanalysen. Tilbakeholdt overskudd i prosent er det samme som resultat per aksje fratrukket utbytte per aksje delt på resultat per aksje. I 2018 var dette:

$$\text{tilbakeholdt overskudd} = \frac{31,5 - 23}{31,5} = 26,98\%$$

Forventet vekst i utbytte blir da 1,54% om vi benytter oss av den estimerte forventede avkastningen på egenkapitalen som vi fant tidligere.

$$\text{Vekst i utbytte} = 0,2698 * 0,057 = 1,54\%$$

En felle vil her være å anta at denne veksten fortsetter inn i evigheten, men det er en fallgrube. I virkeligheten vil markedet bli tøffere og det vil være flere som kjemper om profitten i fremtiden slik at marginene reduseres. Salmar betaler allerede en så stor del av resultatet per aksje i utbytte at det er lite trolig at denne andelen vil vokse. Det er mer realistisk å anta at utbytte vil holde seg noenlunde stabilt rundt 20 kroner per aksje eller kanskje til og med lavere. Det er derfor vår skjønnsmessige vurdering at veksten i utbytte reduseres til om lag 0,5%. Aksjekursen etter modellen blir da:

$$\text{Pris per aksje} = \frac{23}{0,0565 - 0,005} = 446,6 \text{ kroner}$$

Dette er per dags dato godt over markedskursen og ligger rundt kursmålet til blant annet Sparebank 1 Markets på 445 kroner. Igjen er det viktig å påpeke hvor følsom denne metoden er for svingninger i vekstfaktoren. Spennet vil her være på flere hundre kroner kun basert på små justeringer.

For investorer som ser etter avkastning i form av utbytte eller som vil investere svært langsiktig kan aksjen dermed være en god investering til dagens kurs på 400 kroner ifølge våre estimater.

7.4 Konklusjon av verdsettelsen

Vi har forsøkt å verdsette aksjen etter 3 ulike tilnærminger. Resultatet av de 3 spriker rundt den faktiske aksjekursen på 400 kroner. Ifølge våre estimater er SalMar overpriset etter DCF-modellen og multippelanalysen, men underpriset etter dividendemodellen.

	Kursmål
DCF-Metoden	374,37
Dividendemodellen	446,6
Multippelanalyse	315,86

Tabell 32: Kursmål ved forskjellig beregningsmodeller.

I det endelige forslaget vårt til en kurs har vi valgt å vektlegge de 3 ulikt. Vi legger hovedsakelig vekt på DCF metoden da vi anser denne som mest påførbare i dette tilfelle. De to andre modellene har større svakheter i at det er vanskelig å finne sammenlignbare selskaper og at utbytte er vanskelig å estimere.

Derfor vektlegger vi DCF metoden med 50% og de to andre med 25% hver. Dette gir et kursmål på:

$$\text{Aksjekurs} = (0,5 * 374,37) + (0,25 * 446,6) + (0,25 * 315,86) = 377,8 \text{ kroner}$$

Dette er om lag 5,56% under kursen når denne oppgaven leveres. Konklusjonen vår blir derfor at Salmar er overpriset og vi kommer med en salg anbefaling til investorene.

8 Konklusjon

Etter våre beregninger bør SalMar verdsettes til 377,8 kroner per aksje. Dette er om lag 24 kroner under dagens kurs. Lakseoppdrett har vist seg å være utrolig profitabelt de siste årene, men vi tror, som flere andre, at eventyret nå går tøffere tider i møte. Eventyret er nok langt fra over, men det faktum at bransjen har opplevd så enorm lønnsomhet gjør at det bare er et tidsspørsmål før andre begynner å ta deler av kaken. SalMar er nok svært godt rustet til møtet med nye konkurrenter etter utbygging av InnoMar-sentrene, men det at ressursene er lett imiterbare på lang sikt og at konsesjonssystemet bremser mulighetene for vekst gjør at den eventyrlige veksten ikke lenger kan fortsette.

Det SalMar må fortsette med for å opprettholde veksten over tid er å fortsette å være best, og mest lønnsomme når det kommer til lakseoppdrett. Dette skal de gjøre ved å fortsette å kontrollere hele produksjonsprosessen samt utnytte ny teknologi til det fulle. Bekjempelse av lakselus og rømning krever store investeringer i tiden som kommer, og SalMar er forberedt på å ta ansvar i kampen.

Selv om vi har konkludert med at veksten er dømt til å avta finnes det fremdeles muligheter. Befolkningsvekst og økt etterspørsel etter Norsk laks er solide argumenter for økt vekst i tiden som kommer. Produksjonen er også svært miljøvennlig sammenlignet med tradisjonell kjøttproduksjon noe som er appellerende til barn og ungdom som vi ser blir mer og mer miljøbevisste.

Er lakseeventyret over? Det er lite trolig at vi vil se enden på eventyret med det første. Det vi allikevel mener å ha sett, er at bransjen kanskje har bikket over toppen. Bare fremtiden vil vise hvordan det går.

9 Kritikk av oppgaven

Oppgaven vår og de brukte teoriene har mange svakheter vi skal forsøke å belyse i dette kapittelet. Det først forholdet dette kan dreie seg om er selve kildekritikken. Hovedsakelig har vi benyttet oss av årsrapportene til SalMar. Disse er å anse som troverdige, men som alle børsnoterte selskaper vet vi at SalMar alltid vil forsøke å maksimere aksjonærenes verdier. Dette kan føre til det vi kan kalle «pynting» av regnskapet. I Norge hvor vi har gode rutiner for revisjon og et fungerende finanstilsyn, er det lite trolig at dette er tilfelle. Vi har også brukt sekundærkilder som proff forvalt. Proff Forvalt slår sammen noen resultatposter i grupper som vi har måttet dekomponere noe som øker sannsynligheten for feil. I tillegg har det kommet frem enkelte avvik i regnskapstallene, men disse har vært veldig små. I tillegg er det en stor svakhet at vi ikke har hatt tilgang på årsregnskapet for 2018, dette gjør definitivt oppgaven vår mindre relevant i dag. Vi kunne valgt å bruke estimater for 2018 i regnskapsanalysen, men det hadde blitt for stor usikkerhet knyttet til tallene.

I estimatene rundt de fremtidige kontantstrømmene er det store usikkerheter. Det faktum at oppdrettsnæringen er en relativt ung bransje som har opplevd en ekstrem vekst de siste årene gjør det vanskelig å komme med gode estimater. Det er mange faktorer som påvirker kontantstrømmene. Hvordan bekjempelsen av lakselus utvikler seg i fremtiden er det vanskelig om ikke umulig å si noe om for vår del. Derfor blir dette nesten et skudd i mørke basert på historisk data som ikke egentlig sier noe konstruktivt om hva som kommer til å skje i fremtiden. Å estimere videre vekst har også vist seg vanskelig. Den veksten vi har sett de siste årene kan ikke opprettholdes, men om det er rett å moderere denne slik som vi har gjort kan diskuteres.

I beregningen av avkastningskravet er den største fallgruven utredningen av betaen. Etter den statiske analysen satt vi med en beta på rundt 0,5. Dette var trolig alt for lavt og kan skyldes at perioden vår egentlig bare inneholder oppgangstider og ikke gjenspeiler et varierende marked. Vi dro derfor denne inn mot 1 og igjen kan det diskuteres hvorvidt dette reflekterer den virkelige variasjonen med markedet på en god måte.

Dividendmodellen har sin største svakhet i at SalMar har betalt ut veldig varierende utbytte de siste årene. Dette er i strid mot teorien om at selskaper søker å stabilisere utbytte. Det gjør det vanskelig å estimere fremtidig utbytte og enda vanskeligere å estimere vekst i fremtidig utbytte. Modellens relevans kan derfor diskuteres i dette tilfellet da det er veldig stor usikkerhet knyttet til størrelsene. Som en slags forsikring valgte vi derfor å ikke vektlegge denne så mye.

Kritikken av multippelanalysen må dreie seg om de sammenlignbare selskapenes relevans og likhet. Ingen selskaper er helt like, noe en antar om man fester sin lit til denne fremgangsmåten. Selskapene varierer særlig i størrelse og det er kun SalMar som har lakseoppdrett som sitt eneste satsingsområdet. Derfor er det varierende kostnadsstruktur noe som igjen gjør sammenligning av multiplene vanskelig. Vi er fremdeles overbevist om at det er de tre beste selskapene vi kunne ha brukt. En ting vi kunne ha gjort var å vekte multiplene til selskapene ulikt etter sammenlignbarhet. I mangel på en god faktor å legge til grunn for denne sammenligningen valgte vi likevel å ikke gjøre dette.

Litteraturliste:

Erichsen, M. Solberg, F. Og Stiklestad, T. (2018) *Ledelse i små og mellomstore virksomheter*. 2. Utg. Bergen: Fagbokforlaget.

Kristoffersen, Trond (2016) *Årsregnskapet – en grunnleggende innføring*. 5. Utg. Bergen: Fagbokforlaget.

SalMar ASA (2019a) *Våre virksomhetsområder*. Tilgjengelig fra:
<https://www.salmar.no/vare-virksomhetsomrader/> (Hentet: 15.02.2019)

SalMar ASA (2019b) *Et banebrytende anlegg*. Tilgjengelig fra:
<https://www.salmar.no/et-banebrytende-anlegg/> (Hentet: 15.02.2019)

Oslo Børs (2019) *Aksjer*. Tilgjengelig fra:
<https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/list/shares/quotelist/ob/all/all/false>
(Hentet: 15.02.2019)

Mowi ASA (2019) *Laksens Livssyklus*. Tilgjengelig fra:
<http://marineharvest.no/products/seafood-value-chain/> (Hentet: 15.02.2019)

SalMar ASA (2019a) *Våre virksomhetsområder*. Tilgjengelig fra:
<https://www.salmar.no/vare-virksomhetsomrader/> (Hentet: 15.02.2019)

Kvale, A N (2018) Norske laksekjemper fortsatt utestengt fra kina, *Dagens Næringsliv* Tilgjengelig fra: <https://www.dn.no/havbruk/kina/liu-xiaobo/nordland/norske-laksekjemper-fortsatt-utestengt-fra-kina/2-1-400362> (Hentet: 21.03.2019)

Teknisk Ukeblad (2019) *Vi importerte for 99 milliarder i 2018*. Tilgjengelig fra:
<https://www.tu.no/artikler/vi-eksporterte-sjomat-for-99-milliarder-i-2018/454904>
(Hentet: 21.03.2019)

Regjeringen (2018) *Fisk og EU*. Tilgjengelig fra:
<https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/fiskeri-og-havbruk/rad-1/fiskeri-ny/internasjonalt-fiskerisamarbeid/rydde-internasjonalt/fisk1/id685828/>
(Hentet: 21.03.2019)

Framnes, R. Pettersen, A. Thjømmøe, H.M. (2018) *Markedsføringsledelse*. Oslo: Universitetsforlaget.

Holtet, E.K. (2015) Soyabønne, *Store Norske Leksikon* Tilgjengelig fra: <https://snl.no/soyab%C3%B8nne> (Hentet: 21.03.2019)

Laksefakta (2018) *Soya og Laksefôr*. Tilgjengelig fra: <https://laksefakta.no/hva-spiser-laksen/soya-og-laksefor/> (Hentet: 21.03.2019)

Norges sjømatråd (2017) *Nordmenn omfavner sushi*. Tilgjengelig fra: <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/nordmenn-omfavner-sushi/> (Hentet: 22.03.2019)

Regjeringen (2010) *NOU 2010: 14*. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2010-14/id628603/sec8> (Hentet: 22.03.2019)

PWC; sjømatbarometer

<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-seafood-barometer-2017.pdf> (Hentet 28.02.2019)

<http://hugin.info/138695/R/2188426/846510.pdf> side 46, omsetning fordelt på geografiske områder (Hentet 28.02.2019)

<https://www.dn.no/havbruk/kina/liu-xiaobo/nordland/norske-laksejemper-fortsatt-utestengt-fra-kina/2-1-400362> SalMar utestengt fra Kina (Hentet 01.03.2019)

<https://seafood.no/markedsadgang/siste-nytt-om-markedsadgang/oppdatert-liste-over-godkjente-produsenter-til-kina/> (Hentet 01.03.2019)

<https://www.adressa.no/nyheter/okonomi/2018/08/17/Salmars-Fr%C3%B8ya-laks-fortsatt-utestengt-fra-Kina-17344334.ece> (Hentet 01.03.2019)

<https://e24.no/naeringsliv/norges-sjoematraad/sjoematraadet-norsk-laksenaering-har-tapt-20-milliarder-paa-utestengelsen-fra-russland/24535132> (Hentet 01.03.2019)

<https://seafood.no/markedsforing/merke--og-stotteordninger/merkeordninger/3-i-uka/> (Hentet 21.03.2019)

<https://seafood.no/markedsinnsikt/fiskemarked-h2018/globalt-perspektiv-h2018/>

(Hentet 21.03.2019)

<https://laksefakta.no/laks-og-miljo/> (Hentet 22.03.2019)

<http://lusedata.no/behandlingstiltak/nedgangen-i-bruken-av-legemidler-mot-lakselus-fortsetter/> (Hentet 22.03.2019)

https://www.forskningsradet.no/bladetforskning/Nyheter/Teknologi_for_a_gi_verden_mer_oppdrettsfisk/1250810553962 (Hentet 22.03.2019)

<https://www.griegseafood.no/wp-content/uploads/2019/02/GSF-Q4-2018-Report.pdf>

(Hentet 31.03.2019)

https://norwayroyalsalmon.com/files/10/NRS_Q4_2018_Rapport.pdf (Hentet

31.03.2019)

Figurliste

Figur 1: Kursutvikling SalMar ASA	9
Figur 2: Valutakursens og lakseprisens utvikling over tid sett opp mot hverandre	15
Figur 3: Illustrasjon av Porters bransjeanalyse	19
Figur 4: Utvikling av driftsmargin.....	26
Figur 5: Utvikling av egenkapitalrentabilitet før og etter skatt.	27
Figur 6: Utvikling av total kapitalrentabilitet.....	28
Figur 7: Utvikling av egenkapitalandel.....	29
Figur 8: Utvikling av gjeldsgrad.	30
Figur 9: Utvikling av finansieringsgrad 1.....	31
Figur 10: Utvikling av arbeidskapital.....	32
Figur 11: Utvikling av likviditetsgrad 1.	33
Figur 12: Utvikling av likviditetsgrad 2	34
Figur 13: Total kapitalrentabilitet sammenlignet med konkurrenter de siste fem årene.	35
Figur 14: Egenkapitalandel sammenlignet med konkurrenter de siste fem årene.....	36
Figur 15: Gjeldsgrad sammenlignet med konkurrenter de siste fem årene.	37
Figur 16: Likviditetsgrad 1 sammenlignet med konkurrenter de siste fem årene.....	38

Tabelliste

Tabell 1: Beregnet kovarians, varians i markedet og beta.	41
Tabell 2: Beregning av gjennomsnittlig lånerente de siste årene.	43
Tabell 3: Beregning av risikopremie til kreditorer.	43
Tabell 4: Oversikt over driftsinntekter, laksepris og slaktevolum de siste årene.....	46
Tabell 5: Regresjonsanalyse med driftsinntekter som avhengig variabel, og laksepris og slaktevolum som de uavhengige variablene.....	47
Tabell 6: Fish Pools prognoser på fremtidige laksepriser.....	47
Tabell 7: SalMars slaktevolum de siste årene.....	48
Tabell 8: Prognose av fremtidig slaktevolum.....	48
Tabell 9: Prognostiserte driftsinntekter.....	48
Tabell 10: Varekostnad beregnet som andel av driftsinntekt.....	49
Tabell 11: Prognostisert varekostnad beregnet som andel av driftsinntekt.	49
Tabell 12: Lønnskostnader beregnet som andel av driftsinntekter.....	49
Tabell 13: Prognostiserte lønnskostnader.	50
Tabell 14: Andre driftskostnader beregnet som andel av driftsinntekter.	50
Tabell 15: Prognostiserte driftskostnader.....	50
Tabell 16: Avskrivning og nedskrivninger som andel av driftsinntekter.....	51
Tabell 17: Prognostiserte avskrivninger og nedskrivninger.....	51
Tabell 18: Arbeidskapital som andel av driftsinntekter.	52
Tabell 19: Prognostisert arbeidskapital.....	52
Tabell 20: Netto investeringer som andel av driftsinntekter.	53
Tabell 21: Prognostisert netto finansiering.....	53
Tabell 22: Prognostisert fri kontantstrøm.	54
Tabell 23: Prognostisert årlig vekst.	55
Tabell 24: Beregning av nåverdi ved hjelp av avkastningskrav og vekstfaktor. (Tall rundet av til hele tusen)	56
Tabell 25: Sensitivitetsanalyse av verdsettelse ved forskjellige vekstfaktorer og avkastningskrav.	57
Tabell 26: Beregnet P/E for SalMars relevante konkurrenter.....	58
Tabell 27: Oversikt over aksjene til de største aktørene i markedet.....	59
Tabell 28: Beregning av EV/EBITDA.....	60
Tabell 29: Beregning av EV/Salg	60
Tabell 30: Beregning av EV/EBIT	61
Tabell 31: Kursmål beregnet ve ulike multipler.	62
Tabell 32: Kursmål ved forskjellig beregningsmodeller.	64

Vedlegg 1: Fullstendig årsregnskap for SalMar ASA

	2013	2014	2015	2016	2017
RESULTATREGNSKAP					
Sum salgsinntekter	6 228 305	7 160 010	7 303 506	8 963 239	10 755 452
Leieinntekter					
Annen driftsinntekt	17 555	25 877	62 628	66 575	61 786
Sum driftsinntekter	6 245 860	7 185 887	7 366 134	9 029 814	10 817 238
Varekostnad	3 376 109	3 337 411	3 809 523	4 396 689	4 722 474
Endr. behold. varer under tilvirk./ferdige	-324 914	-162 119	-246 712	-395 871	0
Beholdningsendringer	-324 914	-162 119	-246 712	-395 871	0
Endr. behold. varer under tilvirk.					
Endr. behold. ferdig tilvirk. varer					
Endr. behold. egentilvirk. anleggsmidl.					
Lønnskostnader	623 053	710 430	765 881	861 534	929 100
Herav kun lønn	523 971	621 219	649 728	732 805	791 034
Pensjonskostnader	19 592	26 838	31 187	29 697	33 383
Obligatorisk tjenestepensjon					
Avskrivning varige driftsmidler/im. eiend.	220 820	275 765	307 280	358 020	414 686
Nedskrivning av driftsmidler/im. eiend.	5 000	2 399	14 169		3 926
Tap på fordringer					807
Andre driftskostnader	396 367	1 375 302	1 272 186	723 840	1 954 033
Husleiekostnader					
Sum driftskostnader	4 296 435	5 539 188	5 922 327	5 944 212	8 025 026
Driftsresultat	1 949 425	1 646 699	1 443 807	3 085 602	2 792 212
Mottatt utbytte					
Inntekt på investering i datterselskap	0	0	0	0	0
Inntekt på invest. annet foretak i sm konsern	0	0	0	0	0
Inntekt på invest. i tilknyttet selskap	0	0	0	0	0
Renteinnt. fra foretak samme konsern					
Sum annen renteinntekt	9 958	9 057	3 477	5 014	11 109
Verdiøk. markedsbas. fin.omløpsmidl.					
Verdiøk. andre fin.instr. vurd. virkelig verdi	82 781				
Sum annen finansinntekt	532 337	98 180	40 927	364 986	208 941
Sum finansinntekter	542 295	107 237	44 404	370 000	220 050
Verdired. markedsbas. fin.omløpsmidl.					
Nedskrivn. av andre fin.omløpsmidler					
Verdireduks. andre fin.instr. vurd. virkelig verdi					
Sum annen rentekostnad	168 053	124 193	98 780	106 328	106 961
Andre finanskostnader	1 596	902	5 744	7 194	49 100
Sum annen finanskostnad	1 596	902	5 744	7 194	49 100
Sum finanskostnader	169 649	125 095	104 524	113 522	156 061
Netto finans	372 646	-17 858	-60 120	256 478	63 989
Ordinært resultat før skattekostnad	2 322 071	1 628 841	1 383 687	3 342 080	2 856 201
Skattekostnad på ordinært resultat	418 695	413 364	254 891	691 090	558 403
Ordinært resultat	1 903 376	1 215 477	1 128 796	2 650 990	2 297 798
Ekstraordinære inntekter					
Ekstraordinære kostnader					
Netto ekstraordinære poster	0	0	0	0	0
Årsresultat før minoritetsinteresser	1 903 376	1 215 477	1 128 796	2 650 990	2 297 798
Skattekostnad på ekstraordinært resultat	0	0	0	0	0
Minoritetens andel før årsresultat	113 335	22 997	25 506		
Årsresultat	1 903 376	1 215 477	1 128 796	2 650 990	2 297 798