

Semesteroppgave

NTNU
Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet
Fakultet for økonomi
NTNU Handelshøyskolen

Filip Nystad Stokvik
Henrik Børresen
Jostein Ødegaard Evensen
Petter Blesvik Gandrud

SalMar ASA

Verdsettelse

Semesteroppgave i Bachelor i økonomi og administrasjon

Veileder: Hans Marius Eikseth

April 2020

Filip Nystad Stokvik
Henrik Børresen
Jostein Ødegaard Evensen
Petter Blesvik Gandrud

SalMar ASA

Verdsettelse

Semesteroppgave i Bachelor i økonomi og administrasjon
Veileder: Hans Marius Eikseth
April 2020

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet
Fakultet for økonomi
NTNU Handelshøyskolen



Kunnskap for en bedre verden

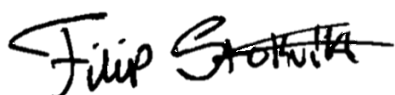
FORORD

Vi har valgt å skrive denne oppgaven om SalMar ASA på grunn av selskapets gode rykte og spennende virksomhetsområde. Havbruksindustrien får stadig større oppmerksomhet i norsk media grunnet sterk vekst, økende profitt og politisk engasjement. Av den grunn ønsker vi å lære mer om hvordan selskapene skaper verdi og hvordan framtidsutsiktene for bransjen ser ut. Videre ønsker vi å lære mer om havbruksbransjen som blir stadig viktigere for Norges økonomi, og valgte derfor den sentrale aktøren SalMar ASA.

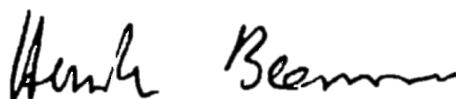
Analysen i oppgaven er basert på kunnskap vi har opparbeidet oss gjennom en treårig bachelor i økonomi og administrasjon ved NTNU Handelshøyskolen. Oppgaven tilsvarer 7,5 studiepoeng innenfor fordypningsområdet vårt som er Finansiell styring.

Ved å gjennomføre denne analysen har vi fått stort læringsutbytte av å anvende teorien vi har lært i tidligere fag. Vi har lært mye om havbruksindustrien, SalMar ASA og hvordan verdsette et selskap. Til slutt ønsker vi å takke vår veileder Hans Marius Eikseth for god oppfølging underveis.

Trondheim, 04.04.2020



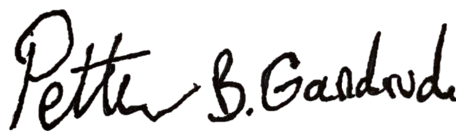
Filip Nystad Stokvik



Henrik Børresen



Jostein Ødegaard Evensen



Petter Blesvik Gandrud

INNHALDSFORTEGNELSE

Figur-liste	4
Tabelliste	5
Sammendrag	6
Abstract	7
1. Om SalMar	8
1.1 Historie	8
1.2 Visjon og Strategi	8
1.3 Bransje/forretningsområder, produksjon og salg.....	9
1.4 Eiere og ledelse.....	11
2. Om laksebransjen	12
2.1 Introduksjon til laksebransjen.....	12
2.2 Utviklingen i laksebransjen	13
2.3 Etterspørselssiden	14
2.4 Tilbudssiden.....	15
3. Strategisk analyse	16
3.1 PESTEL-analysen.....	16
3.1.1 Politiske og juridiske faktorer	16
3.1.1.1 Høring om grunnrenteskatt	17
3.1.2 Økonomiske faktorer.....	17
3.1.3 Sosioøkonomiske faktorer.....	18
3.1.4 Teknologiske faktorer	19
3.1.5 Miljøfaktorer	20
3.1.6 Oppsummering PESTEL.....	20
3.2 Porters femfaktormodell	21
3.2.1 Konkurransenintensitet	21
3.2.2 Makt hos leverandører.....	22
3.2.3 Makt hos kunder.....	22
3.2.4 Trussel fra nyetableringer	23
3.2.5 Trussel fra substitutter.....	24
3.2.6 Oppsummering av Porters femfaktormodell.....	24
3.3 SWOT	25
4. Regnskapsanalyse	26
4.1 Lønnsomhetsanalyse.....	27
4.1.1 Totalkapitalrentabilitet	27
4.1.2 Egenkapitalrentabilitet etter skatt.....	29
4.1.3 Driftsmargin	30
4.1.4 Oppsummering av lønnsomhet	31
4.2 Finansiering og soliditet	32
4.2.1 Finansieringsgrad 1	32
4.2.2 Langsiktig lagerfinansiering i %	33
4.2.3 Egenkapitalandel i %.....	34
4.2.4 Gjeldsgrad	36

4.2.5 Rentedekningsgrad.....	37
4.2.6 Oppsummering av finansiering og soliditet.....	38
4.3 Likviditet.....	39
4.3.1 Likviditetsgrad 1.....	39
4.3.2 Likviditetsgrad 2.....	40
4.3.3 Oppsummering Likviditet.....	41
5. Finansiell analyse.....	42
5.1 Avkastningskrav.....	42
5.1.1 Å bygge en nødvendig avkastning.....	43
5.2 Markedets risikopremie.....	44
5.3 Risikofri rente.....	44
5.4 Aksjebeta.....	45
5.5 CAPM.....	47
5.6 Gjeldsrenten.....	48
5.7 WACC (avkastningskrav).....	49
5.7.1 Verdi av egenkapital og gjeld.....	49
6. Kontantstrømanalyse.....	50
6.1 Driftsinntekter.....	51
6.2 Kostnadsutvikling.....	53
6.2.1 Varekostnad.....	53
6.2.2 Lønnskostnad.....	54
6.2.3 Andre driftskostnader.....	55
6.3 Avskrivninger, nedskrivninger og investeringer.....	56
6.4 Leverandørgjeld, Varelager og Kundefordringer.....	58
6.4.1 Leverandørgjeld.....	58
6.4.2 Varelager.....	59
6.4.1 Kundefordringer.....	60
6.8 Fri kontantstrøm.....	61
6.9 Terminalverdi.....	61
7. Fundamental analyse.....	63
7.1 Verdsettelse etter DCF-metoden.....	63
7.2 Sensitivitetsanalyse.....	64
8. Komparativ Verdsettelse.....	66
8.1 Price-to-Earnings Ratio - P/E Ratio.....	67
8.2 Price-to-Book - P/B Ratio.....	68
8.3 EV/EBITDA.....	69
8.4 EV/EBIT.....	70
8.5 EV/KG.....	71
8.6 Oppsummering.....	72
9.0 Konklusjon.....	73
9.1 Handlingsstrategi.....	74
10. Oppgavekritikk.....	75

Litteraturliste	76
Faglitteratur:	76
Fagartikler:.....	76
Års- og kvartalsrapporter:.....	79

FIGUR-LISTE

Figur 1 (SSB, 2018)	12
Figur 2 (Mowi, 2019)	13
Figur 3: Korrelasjon mellom kronekurs og aksjepris	18
Figur 4: SWOT analyse	25
Figur 5: Totalkapitalrentabilitet	28
Figur 6: Egenkapitalrentabilitet	29
Figur 7: Driftsmargin	30
Figur 8: Finansieringsgrad 1	32
Figur 9: Langsiktig lagerfinansiering	33
Figur 10: Egenkapitalandel	35
Figur 11: Gjeldsgrad	36
Figur 12: Rentedeckningsgrad	37
Figur 13: Likviditetsgrad 1	39
Figur 14: Likviditetsgrad 2	40
Figur 15: Korrelasjon styringsrente og risikofri rente	44
Figur 16: (Norges Bank, 2020)	45
Figur 17: (Regjeringen, 2019)	54

TABELLISTE

Tabell 1 (Mowi, 2019)	15
Tabell 2 (Fiskedirektoratet, 2018)	22
Tabell 3: Totalkapitalrentabilitet	27
Tabell 4: Egenkapitalrentabilitet	29
Tabell 5: Driftsmargin	30
Tabell 6: Finansieringsgrad 1	32
Tabell 7: Langsiktig lagerfinansiering	33
Tabell 8: Egenkapitalandel	34
Tabell 9: Gjeldsgrad	36
Tabell 10: Rentedekningsgrad	37
Tabell 11: Likviditetsgrad 1	39
Tabell 12: Likviditetsgrad 2	40
Tabell 13: Beta	46
Tabell 14: Gjeldsrente	48
Tabell 15: Driftsinntekter basert på laksepris og slaktevolum	51
Tabell 16: Regresjonsanalyse	51
Tabell 17: Predikerte driftsinntekter	52
Tabell 18: Korrelasjon mellom driftsinntekter og kostnader	53
Tabell 19: Historiske gjennomsnitt av relevante kostnadsposter	53
Tabell 20: Predikerte kostnader	55
Tabell 21: Historiske gjennomsnitt av avskrivninger, nedskrivninger og investeringer	56
Tabell 22: Predikerte avskrivninger, nedskrivninger og investeringer	57
Tabell 23: Predikering av leverandørgjeld	58
Tabell 24: Predikering av varelager	59
Tabell 25: Predikering av kundefordringer	60
Tabell 26: Frie kontantstrømmer	61
Tabell 27: Gjennomsnittlig vekst av predikerte driftsinntekter	62
Tabell 28: DCF-modell	63
Tabell 29: Sensivitetsanalyse av vekstfaktor og totalkapitalkostnad	64
Tabell 30: Sensivitetsanalyse av endring i lakseprisen	65
Tabell 31: PE ratio	67
Tabell 32: PB ratio	68
Tabell 33: EV/EBITDA	69
Tabell 34: EV/EBIT	70
Tabell 35: EV/KG	71
Tabell 36: Verdiestimert basert på multipler	72
Tabell 37: Estimert kursmål per 31.12	74
Tabell 38: Handlingsstrategi	74

SAMMENDRAG

Vi har valgt følgende problemstilling: *Hva er SalMar ASA verdt pr. 31.12.2019?* For å besvare problemstillingen har vi benyttet sekundærdata og analysert regnskapstall fra perioden 2015-2019.

SalMar, med sin lange historie, har opplevd fenomenal vekst de siste årene, og har opparbeidet seg en solid posisjon som en av verdens største og mest effektive produsenter av oppdrettslaks. Av den strategiske analysen fremkommer det at de mest sentrale risikofaktorene som påvirker omsetningen til SalMar er knyttet til fremtidig laksepris, kronekurs og biologisk risiko. Videre ser vi at den politiske diskusjonen i Norge om innføring av grunnrenteskatt også medfører et usikkerhetsmoment. I den strategiske analysen konkluderer vi med at SalMar holder en sterk posisjon blant de norske produsentene av oppdrettslaks, i en bransje med gode vekstmuligheter og betydelig konkurranse.

Regnskapsanalysen viser at SalMar har en meget god lønnsomhet sammenlignet med både bransjen og generelle normer, særlig med tanke på driftsmarginen som var på 38% i 2018. Gjennom en analyse av nøkkeltallene ser vi også at økonomien til SalMar er svært solid. Basert på kjente regnskapsnormer har selskapet blant annet god egenkapitalandel, total kapitalrentabilitet og lav gjeldsgrad.

I den finansielle analysen benytter vi den fundamentale DCF-metoden og verdsettelse basert på multipler. Ved DCF-metoden konkluderte vi med et estimat på 451,22 NOK og ved multiplermetoden fikk vi en aksjekurs på 424,34 NOK. Vi vektet resultatene med henholdsvis 60% og 40%, og får dermed en endelig aksjekurs på 440,47 NOK pr. 31.12.2019. Dette er 1,9% lavere enn den faktiske aksjekursen på 449,30 NOK. Vi konkluderer følgelig med at SalMar ASA er overpriset. Til slutt diskuterer vi svakheter ved oppgaven, da særlig med fokus på begrensede ressurser og svakheter ved verdsettelsesmetodene som ble benyttet.

ABSTRACT

We have chosen the following issue: *How much is SalMar ASA worth per 31.12.2019?* To answer the question, we have used secondary data and analyzed accounting figures from the period 2015-2019.

SalMar, with its long history, has experienced phenomenal growth in recent years and has gained a stable position as one of Norway's largest fish farming companies. The strategic analysis reveals that there is a particularly high risk associated with future salmon prices and macroeconomic factors such as the krone exchange rate, which is essential for SalMar's revenues. Furthermore, we see that the political discussion on the introduction of basic interest tax is a real element of uncertainty for the future. The strategic analysis concludes that SalMar holds a strong position among the Norwegian aquaculture companies, in an industry with both good growth and considerable competition.

The accounting analysis shows that SalMar has excellent profitability compared to both the industry and general norms, especially considering the operating margin of 38% in 2018. Through an analysis of the key figures, we also see that SalMar's economy is formidable. Based on known accounting standards, the company has - among other things - good equity ratio, the total return on capital and low debt ratio.

In the financial analysis, we use the fundamental DCF method and valuation based on multiples. By the DCF method, we concluded with an estimate of NOK 451.22, and by the multiples method, we got a share price of NOK 424.34. We weighted the results by 60% and 40% respectively, and thus receive a final share price of NOK 440.47 per 31.12.2019, which is 1.9% lower than the actual share price of NOK 449.30. Hence, conclusively SalMar ASA is overpriced. Lastly, we discuss weaknesses in the assignment, primarily focusing on limited resources and weaknesses in the valuation methods used.

1. OM SALMAR

Store deler av dette kapittelet vedrørende historie, visjon/strategi, forretningsområde og eierstyring er hentet fra SalMars egen nettside (SalMar, 2019).

1.1 Historie

SalMar ble grunnlagt februar 1991 basert på oppkjøp av et konkursbo bestående av én konsesjon for oppdrett av laks og et slaktings- og bearbeidingsanlegg myntet på hvitfisk. På dette tidspunktet var det svært urolige tider i norsk oppdrettsnæring og SalMar var med på starten på en betydelig strukturendring i norsk oppdrettsnæring i retning av en industriell utvikling.

Fra oppkjøpet i 1991 og til i dag har SalMar utviklet seg til å bli et fullt ut vertikalt integrert oppdrettskonsern, med egen produksjon som strekker seg fra rogn/stamfisk til salg av ferdig vare. De har hatt en enorm vekst og har gått fra å ha én konsesjon av oppdrett i Norge til å bli et internasjonalt konsern med 100 konsesjoner langs kysten av Norge. I tillegg har SalMar betydelige eierinteresser i Storbritannia og på Island. I dag er SalMar Norges tredje største oppdretter av atlantisk laks.

1.2 Visjon og Strategi

SalMars visjon er «*Passion for Salmon*». De setter fokus på oppdrett på laksens egne betingelser og å være fremragende i alle ledd og detaljer av produksjonen. Visjonen setter den menneskelige interesse og motivasjon i sentrum, og fungerer som en drivkraft for effektivitet, prestasjon og presisjon i alle leddene i konsernet.

Den operative virksomheten har to tydelige strategiske mål som utgjør kjernen i SalMars strategiske fundament:

- Biologi skal være kostnadsledende - best på operasjonell effektivitet
- Salg og industri skal sikre optimal anvendelse av laksen for å oppnå den best mulige prisen

De to målene skal bidra til å opprettholde en ledende posisjon i den globale laksenæringen for SalMar.

1.3 Bransje/forretningsområder, produksjon og salg

SalMar har hovedkontor i Kverva og har totalt 100 konsesjoner/lisenser for å drive oppdrett fordelt med 68 konsesjoner i hovedvirksomhetsområdet i Midt-Norge (inkluderer Trøndelag og Nordmøre) og 32 konsesjoner i Nord-Norge (Troms og Finnmark).

SalMar har som tidligere nevnt utviklet seg til å bli et fullt ut vertikalt integrert oppdrettskonsern. Bransjen deres er laksenæringen, og SalMar driver både med smolt, oppdrett, slakt og foredling, og salg og distribusjon.

Smolt er unglaks som er klare for utvandring fra ferskvann til saltvann. Det å kunne produsere mest mulig selvforsynt smolt er helt avgjørende for SalMar, ettersom selskapet er en av de ledende virksomhetene innenfor laksenæringen. SalMar jobber derfor kontinuerlig med å forbedre dette stadiet av oppdretten, og har gjennom investeringer i resirkuleringsteknologi muliggjort større smoltproduksjon med mindre bruk av ferskvann. Siden smolt er så omfattende for sikker og effektiv produksjon av smoltkvalitet, har SalMar økt fokus på dette ved konkrete kvalitetsmål og tilhørende handlingsplaner.

Innenfor oppdrettsproduksjon har SalMar tre forskjellige segmenter i henholdsvis Midt-Norge, Rauma og Nord-Norge hvor segment Midt-Norge er det største av dem. SalMars oppdrettsproduksjon er fokusert på kostnadseffektiv drift og høy etisk standard på dyrehold. Tiltak SalMar gjør for å opprettholde målene deres rundt oppdretten er å ha kontinuerlig fokus på å oppnå delmål, som for eksempel hurtigst mulig vekst med lavest mulig fôrfaktor - hvor mange kilo fôr fisken trenger for å vokse én kilo. Det fokuseres hele tiden på ytterligere tiltak som kan bidra til bedring i driften rundt selve lakseoppdretten. De forskjellige segmentene vil preges av forskjellige utfordringer basert på lokasjonen av segmentene sett opp mot konkurrentene deres. På grunn av den økte konkurransen i Midt-Norge har flere av anleggene i Nord-Norge fått større merder og økt sine smoltutsett, noe som forventes å gi en økning i produksjonen og slaktekvantumet av laks.

Av kvartalsrapporten for Q3 2019 ser vi en betydelig økning i driftsinntekter i forhold til fjorårets Q3 (SalMar Q3, 2019). Dog har det vært en kraftig reduksjon sett fra forrige kvartal. Den positive effekten av økt slaktevolum kommer av lavere laksepris. Generelt sett ble resultatet dårligere da laksen var preget av biologiske utfordringer som sykdom. Derfor vil det økte slaktevolumet opprettholdes i Nord-Norge og det forventes at kostnadsnivået og resultatet økes igjen til neste kvartal. Denne trenden vises igjen i fjerde kvartal hvor segment Nord-Norge viser gode resultater, med sterk operasjonell bedring fra foregående kvartaler. Allikevel viste fjerde kvartal generelt et svakt resultat for SalMar. Dette på grunn av høyt slaktevolum tidlig i kvartalet for å redusere risiko til lakselus. Dette var da lakseprisene var på sitt laveste før de steg utover kvartalet (SalMar Q4, 2020).

SalMar opplever at lokal foredling gir store gevinster og investeringer på dette området er viktig i forbindelse med økte økonomiske skalafordeler, samt fleksibilitet og en bedre utnyttelse av hele fisken. SalMars nye slakte- og foredlingsanlegg på Frøya heter InnovaMar og det er i dag et av verdens mest innovative og kostnadseffektive anlegg for ilandføring, slakt og bearbeiding av laks.

Videreforedlingsavdelingen anses som meget fleksibel og er egnet for å tilpasses eventuelle fremtidige produksjonsendringer som følge av ønsker eller krav fra kunder og tilsynsmyndigheter. Laksen SalMar produserer selges av et eget salgsapparat og/eller gjennom nære samarbeidspartnere. SalMar bygger forretningsideen sin på nærhet til markeder og kunder, og mener dette er viktig for å sikre god utnyttelse av et høykvalitetsråstoff som har vært gjennom en effektiv, sporbar og kontrollert produksjonsprosess. Sammen med slakte- og foredlingsanlegget InnovaMar har SalMar klart å oppnå god fleksibilitet tilknyttet produksjon og salg, og selger til både små og store eksportører/importører og diverse butikkjeder.

1.4 Eiere og ledelse

SalMar ASA er opptatt av god eierstyring og selskapsledelse og føler at det styrker tilliten til selskapet som igjen bidrar til langsiktig verdiskapning. Eierstyringen og selskapsledelsen baseres på en rekke prinsipper som å behandle alle aksjonærer likt, ha relevant og pålitelig kommunikasjon med interessenter og ha et selvstendig styre uavhengig av selskapets ledelse.

Ved utgangen av 2019 hadde SalMar totalt 113 299 299 utestående aksjer fordelt på 6 237 aksjonærer. Kverva Industri AS er selskapets største hovedaksjonær med 52,46% av aksjene i selskapet. Styret vurderer SalMars finansielle stilling som god og innstiller på et utbytte på kr. 21 per aksje til aksjonærene. Dette er ned fra kr. 23 for 2018, men styret vurderer allikevel SalMars finansielle kapasitet for videre vekst som sterk. På grunn av den uforutsette situasjonen med COVID-19, besluttet styret til SalMar den 17. mars å ikke betale ut det planlagt utbytte til aksjeeierne.

2. OM LAKSEBRANSJEN

2.1 Introduksjon til laksebransjen

Store deler av dette kapitlet er hentet ut av «Salmon Farming Industry Handbook 2019», som er gitt ut av Mowi. Siden SalMar startet opp i 1991 har atlantehavslaks økt produksjonen med over 800%. Allikevel er tilbudet av laks marginalt sett i forhold til det totale tilbudet av sjømat, hvor andelen er på 4,4%. I Norge viser tall fra SSB fra 2018 at oppdrettslaks sto for 94,8% av produsert mengde, og 95,1% av de totale inntektene for norsk oppdrettsnæring. Laks innehar derfor en dominerende posisjon for norsk oppdrett. Den økte inntekten kommer av at lakseprisene det siste tiåret har steget med 45 kr. per kilo.

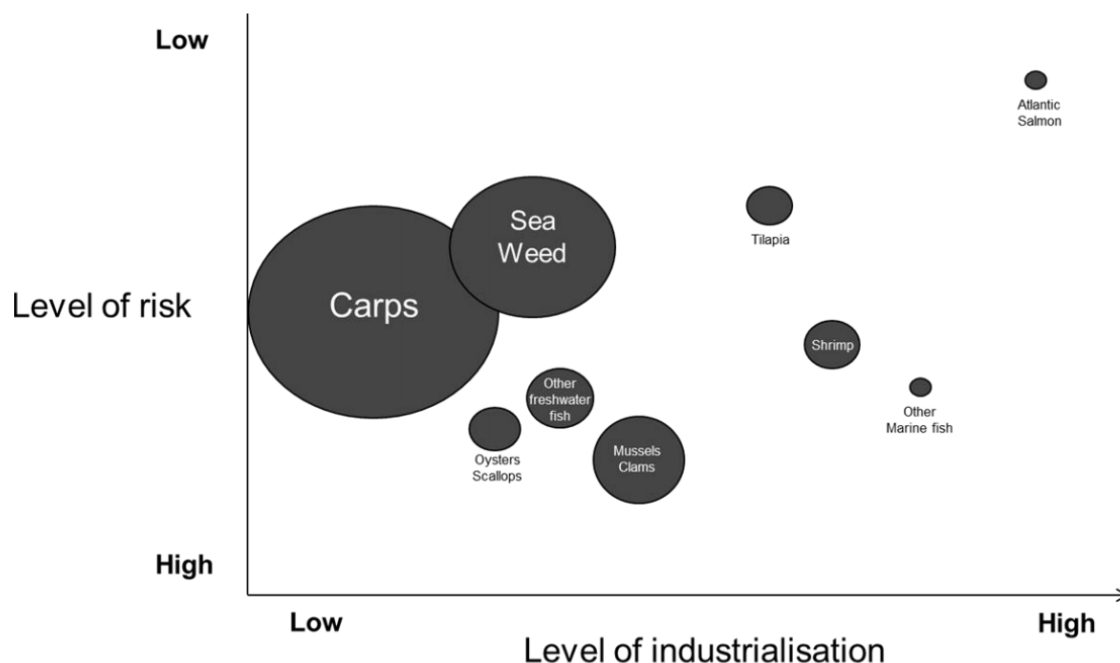


Figur 1 (SSB, 2018)

2.2 Utviklingen i laksebransjen

Over de siste tiårene har det vært en betraktelig økning i totalt fisketilbud per capita. Atlanterhavslaks har også fulgt denne trenden. Rapporten til Mowi baserer seg på en scenarioanalyse i rapporten «Fish to 2030» utgitt av Verdensbanken. Basert på forventet produksjonsvekst på 10% samt forventet populasjonsvekst på 9% i tidsintervallet 2018-2027, anslås det at konsum i kg. per capita på verdensbasis vil øke til 21,3 kg. i 2027, mot 20,8 kg. i 2018. Dette er det samme som en økning i tilbud av sjømat på 23 millioner tonn.

Rapporten sier ikke noe om andel atlanterhavslaks per total fiskekonsum, men diagrammet under viser mulighetene rundt de forskjellige delene av havbruk og havbruksnæringen. Der ser vi at selv om atlanterhavslaks har en relativt liten andel av det totale havbruket, er det allikevel knyttet liten risiko til oppdrett av laksen, i tillegg til at industrialiseringen av atlanterhavslaksen er stor. Det indikerer at selv om atlanterhavslaks er en relativt liten andel av havbruket per dags dato, er det synlig i mange markeder på grunn av den lave risikoen og den høye industrialiseringen av oppdretten.



Figur 2 (Mowi, 2019)

2.3 Etterspørselssiden

Med tanke på utviklingen av trender i matveien for mennesker, seiler laks opp som et alternativ til proteinkonsum som passer godt til utviklingen. Atlantisk laks er et sunt, ressurseffektivt og klimavennlig produkt, som med sitt innhold av protein og omega-3 bidrar til bedre helse og økt livskvalitet for mennesker. Dette taler positivt for etterspørselstrenden, da mennesker på generell basis bryr seg mer om risiko for overvekt, hjerte- og karsykdommer etc.

Grunnet miljøutfordringer har det i det siste tiåret vært et betydelig fokus på reduksjon av menneskeskapt klimaendring, hvor utslipp av CO₂ står i sentrum. Innenfor matproduksjon har det blitt nøye forsket på CO₂-utslipp per kg. produsert av den respektive matvaren. Her er også laks ett av alternativene, sammen med kylling, som slipper ut minst CO₂ per kg. spiselig kjøtt. En kan derfor tenke seg at denne trenden vil styrkes også i framtiden, og at en større del av befolkningen ser på laks som et substitutt for rødt kjøtt som fortsatt spises i store mengder. Dette vil igjen indikere en økende etterspørsel etter laks i framtiden.

I tillegg blir det generelt flere mennesker på jorda og særlig flere mennesker i middelklassesjiktet. Dette betyr at flere mennesker kan spise mer varierende og nærings- og proteinrik mat, som for eksempel laks.

2.4 Tilbudssiden

Som følge av økt etterspørsel etter laks det siste tiåret, har laksenæringen opplevd en betydelig vekst i perioden. Tall fra Mowi viser at denne trenden muligens har møtt en topp. I håndboken sin, legger Mowi med en tabell som viser konstant årlig vekstrate (CAGR) som viser til veksten i oppdretten av atlanterhavslaks. Her ser vi en nedadgående trend hvor tallene i Norge viser at veksten fra 1999-2018 er 2% høyere enn veksten fra 2009-2018. Mowi predikerer så at veksten i Norge fra 2018-2022 vil ligge på 5%, litt lavere enn veksten de siste 20 årene.

CAGR	Globalt	Norge	Chile	Storbritannia	Nord-Amerika	Andre
1999-2018	6%	6%	10%	1%	3%	5%
2009-2018	6%	4%	12%	1%	2%	6%
2018-2022	4%	5%	1%	6%	2%	10%

Tabell 1 (Mowi, 2019)

En årsak til at tilbudet ikke møter etterspørselsøkningen i framtiden, og slikt sett bidrar til redusert vekst, er at det er et begrenset potensial med tanke på at de fleste fiskerier er fullt utnyttet. Dette kan komme av flere forhold som Mowi nevner i forbindelse med muliggjøringen av lakseoppdrett. Disse forholdene er kun oppfylt langs visse kystlinjer på den nordlige og sørlige halvkule. Dette vil være de samme landene som er listet opp i tabellen over.

Mowi nevner blant annet en nøkkelfaktor vedrørende vanntemperaturen hvor den optimale temperaturen ligger mellom 8-14 grader celsius. I tillegg vil andelen gjennomstrømning av vann være viktig, og dette utelukker en del områder langs kystlinjen hvor man skulle tro at lakseoppdrett var en mulighet. Dette vil peke mer i retning av en høyere laksepris i framtiden for å justere ned etterspørselen slik at den møter tilbudet.

3. STRATEGISK ANALYSE

For å vurdere verdien til SalMar ASA er det essensielt å se selskapet relativt til bransjen og eksterne faktorer som kan påvirke fremtidig profitt og omsetning. I den forbindelse skal vi gjennomføre en strategisk analyse av oppdrettsbransjen med fokus på SalMar spesifikt. I den strategiske analysen starter vi med å se på makroomgivelsene som kan påvirke industrien ved å gjennomføre en PESTEL-analyse. Deretter ser vi nærmere på bransjen ved å bruke Porters femfaktormodell som rammeverk. Til slutt gjør vi en SWOT analyse av SalMar for å oppsummere hvordan disse faktorene kan påvirke konkurransedyktigheten til selskapet i fremtiden, og hvilke utfordringer og muligheter som eksisterer. .

3.1 PESTEL-analysen

Modellen består av seks makrofaktorer. Henholdsvis politiske (political), økonomiske (economical), sosioøkonomiske (social), teknologiske (technological), miljø (environmental) og juridiske (legal) faktorer. Vi fokuserer i hovedsak på politiske, miljø- og teknologiske faktorer.

3.1.1 Politiske og juridiske faktorer

Oppdrettsnæringen i Norge er i vekst. I Norsk Industris “Veikart for havbruksnæringen” (2019) ligger det en plan om en femdobling av havbruksnæringen innen 2030. Videre har det nylig blitt innført et såkalt “trafikklyssystem” langs kysten i Norge. Dette systemet skal regulere hvilke deler av kysten som skal fastsette områder hvor det tillates økt kapasitet for oppdrett (grønne soner), områder som må fortsette på nåværende kapasitet (gult) og hvilke områder som må kutte eller stanse produksjon (røde soner). SalMar har to konsesjoner i de grønne områdene, en konsesjon i gult område og en i rødt område. Videre sier selv at de vil være med på auksjonen om økt kapasitet i de grønne områdene, så lenge det foregår på kommersielt akseptable vilkår (SalMar Q4, 2020). Mye av den politiske motstanden mot vekst i oppdrettsbransjen baserer seg på miljøskadelige konsekvenser, som vi kommer nærmere inn på senere i analysen.

3.1.1.1 Høring om grunnrenteskatt

Det har blitt utført en utredning om endring i skattesystemet for havbruk, hvor flertallet i utvalget har foreslått økt beskatning i form av en grunnrente på 40% for oppdrett og havbruk. Forslaget begrunnes med at fellesskapet skal få en del av overskuddet i næringen (NOU, 2019), i likhet med oljeindustrien. Dette kan potensielt påvirke resultatet til SalMar i stor grad, men utfallet er enda uklart.

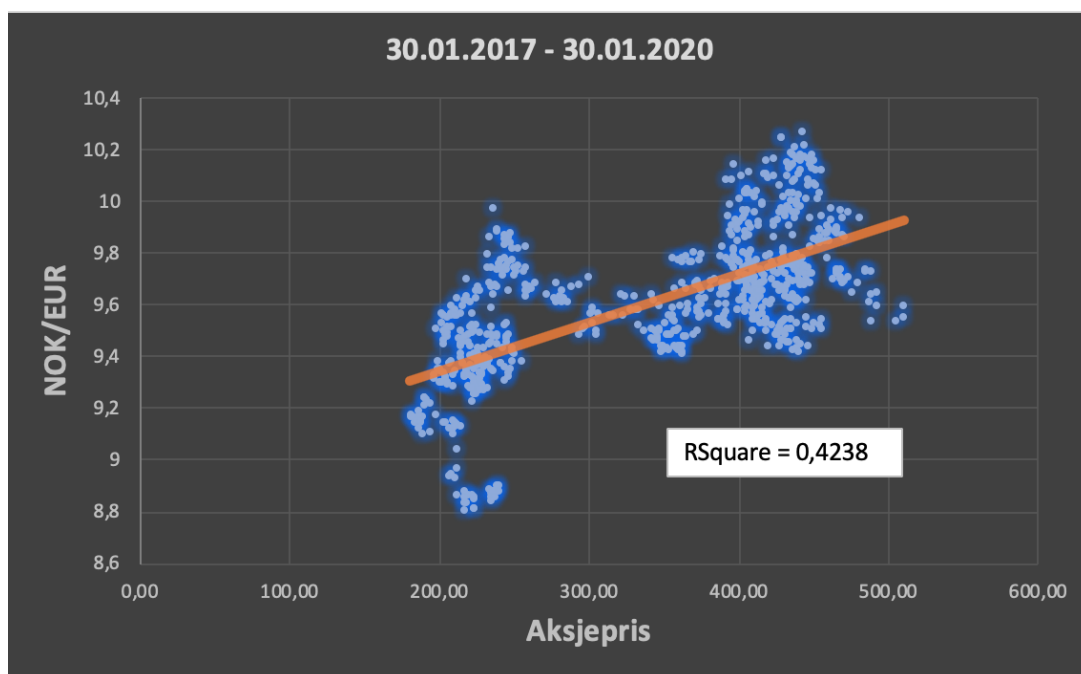
Det har allerede kommet flere høringssvar fra interesse- og lobbyorganisasjoner. Eksempelvis har Norsk Sjømatråd (2019) og KPMG talt sterkt imot forslaget om økt beskatning i næringen (KPMG Høringssvar, 2019). Dette begrunnes særlig med at en slik skatt vil være særnorsk og dermed svekke konkurransedyktigheten til norske selskaper på det internasjonale markedet. Rapporten hevder også at norske havbruksselskaper allerede betaler en type grunnrenteskatt i form av betaling for konsesjoner (KPMG, 2019). På skrivende tidspunkt er det uklart hvorvidt det kommer til å innføres et nytt skattesystem i Norge.

I det store bildet er den norske politikken positiv til vekst i havbruk og oppdrett. Myndighetene vil med stor sannsynlighet ikke innføre restriksjoner og beskatninger som går ut over konkurransedyktigheten til den norske oppdrettsnæringen internasjonalt, da oppdrettsnæringen er et uttalt satsningsområde for den norske økonomien.

3.1.2 Økonomiske faktorer

Her ønsker vi å se på hvordan økonomien utvikler seg og hvordan det kan påvirke oppdrettsbransjen og SalMar. Vi avgrenser til den norske økonomien da SalMar har den største delen av sin virksomhet i Norge. Norges Bank hevder i sin rentebeslutning 22.01.2020 at norsk økonomi nærmer seg et syklisk toppunkt. Styringsrenten er satt til 1,50%, noe som kan anses som relativt lavt i historisk perspektiv. Dette påvirker SalMars kapitalkostnad i positiv retning og kan videre være positivt for kontantstrømmene fremover. Videre har den norske kronen vært svak i lang tid, som er positivt for eksportbedrifter. Norges Bank har uttalt at de spår at kronkursen vil styrke seg noe i årene som kommer.

Dette kan ha en negativ påvirkning på aksjeprisen, da vi ser en korrelasjon mellom lav kronekurs og aksjeprisen til SalMar. Grafen under viser en R-square på 0,43 som tilsier at en relativt stor andel av svingningene i aksjekursen kan tilskrives svingninger i kronekursen. Totalt sett er de makroøkonomiske faktorene i Norge positive for SalMar. Det er god vekst i den norske økonomien og prisveksten ligger rett under inflasjonsmålet, dette indikerer stabil prisstigning og gode muligheter for vekst for selskapet.



Figur 3: Korrelasjon mellom kronekurs og aksjepris

3.1.3 Sosioøkonomiske faktorer

Dette aspektet av analysen tar sikte på å se beskrive de sosioøkonomiske trendene i verden og hvordan det kan påvirke vekstutsiktene for SalMar. Et stadig større fokus på miljøvennlig og bærekraftig mat er positivt for havbruksnæringen. Trendene i den vestlige verden peker i retning mindre rødt kjøtt, av miljøhensyn. Her finnes det en mulighet for SalMar, da fisk er et godt substitutt til kjøtt. Videre beveger verdenshandelen seg i en stadig mer proteksjonistisk retning, dette kan være negativt for eksportbedrifter (European Central Bank, 2018). Generelt har vi en eksponentielt økende populasjon i verden, og derav et økende matbehov. Innen 2030 må verden produsere 70% mer mat (SalMar, 2020), og havet er en ressurs som kan utnyttes i vesentlig større grad.

Et økende fokus på dyrevelferd har blitt en stadig mer avgjørende sosioøkonomisk faktor i næringen. Oppdrettsnæringen møter mye kritikk for manglende velferd blant fisk, samt negative konsekvenser for omgivelsene og villaksen i nærområdene som følge av oppdrettsanleggene. Fokus på dyrevelferd i havbruk virker hemmende for veksten til SalMar, og de er nødt til å løse de teknologiske problemene knyttet til rømming av laks for at staten skal tilrettelegge for videre vekst i fjordene.

3.1.4 Teknologiske faktorer

Den teknologiske utviklingen legger til rette for stadig mer kostnadseffektive oppdrettsanlegg. SalMar plasserte nylig ut sitt første havbaserte oppdrettsanlegg i Frohavets som skal brukes til forskning og innovasjon (SalMar, 2020). Dette er en viktig utvikling som legger til rette for potensiell vekst i hele bransjen. Flere konkurrenter, særlig i Chile, har også startet med landbasert oppdrett. Dette er en trussel, på grunn av den potensielle tilbudsveksten denne teknologien tilrettelegger for. Videre forskes det på måter å unngå sykdomsutbrudd og rømming av laks fra oppdrettsanlegg. Dersom bransjen kan forbedre denne teknologien vil mange av miljøproblemene være løst for oppdrettsbedrifter, som igjen kan tilrettelegge for sterk vekst og ytterligere konsesjoner for drift i Norge. Teknologi kan forbedre effektiviteten og øke profitten til oppdrettsselskaper, som igjen vil bidra til å senke etableringsbarrierene i bransjen. Totalt sett kan vi påstå at de teknologiske faktorene peker i positiv retning for bransjen og representerer flere mulighet for SalMar.

3.1.5 Miljøfaktorer

Oppdrettsbransjen har møtt mye kritikk på grunn av miljøskadelige konsekvenser i fjordene de opererer i. Dette har ført til sterkere restriksjoner fra myndighetene, og mye negativ oppmerksomhet i media. En potensiell løsning på dette er havbasert oppdrett, som SalMar allerede har startet å utvikle. Hvis utviklingen fortsetter og havbasert oppdrett i fremtiden utgjør en signifikant andel av produksjonen til SalMar, kan været by på større problemer.

På havet er oppdrettsanleggene mer utsatt for hardt vær, noe som vil være en økende risikofaktor for SalMar dersom de fortsetter sin satsning på området. Videre har det vist seg at global oppvarming bidrar til økt risiko for ekstremvær som f.eks orkaner i Atlanterhavet (National Climate Assessment, 2019). Dette kan potensielt ha negative konsekvenser for bedrifter som er avhengig av naturressurser, da ekstremvær kan skape avvik og utfordringer i driften.

3.1.6 Oppsummering PESTEL

Vi ser at de politiske faktorene potensielt kan utgjøre en trussel gjennom økende reguleringer og potensielt økt skatt. Videre satser staten på en femdobling i norsk havbruk innen 2030, som tilsier at det vil tilrettelegges for vekst i bransjen. Risikoen for økt proteksjonisme kan være problematisk for en eksportbedrift som SalMar, i tillegg til at inntektene, og dermed aksjeprisen, er veldig avhengig av kronekursen. Teknologisk utvikling vil åpne nye muligheter for havbasert- og landbasert oppdrett. Rask befolkningsvekst og økt matbehov i verden representerer en mulighet, mens økende fokus på dyrevelferd og miljøvern er en utfordring for havbruksindustrien. Totalt sett ser vi at de eksterne makrofaktorene byr på både muligheter og trusler for SalMar, men at det finnes potensial for både omsetningsvekst og økt profitt. Lakseprisen er også avgjørende for SalMar, den ser ut til å holde et relativt høyt nivå i nærmeste fremtid (SalMar Q4, 2020), men svingningene er uforutsigbare over en lengre tidshorisont og utgjør derfor en betydelig risiko for fremtidig inntjening.

3.2 Porters femfaktormodell

Her skal vi bruke rammeverket Porters femfaktormodell for å analysere omgivelsene i oppdrettsindustrien. Dette gjør vi for å vurdere hvordan omgivelsene kan påvirke lønnsomheten til SalMar fremover, og hvordan det eventuelt påvirker risikoen for aktører i bransjen. De fem faktorene i modellen er konkurranseintensitet, risiko for nyetableringer, makt hos leverandører, makt hos kunder og trussel av substitutter.

3.2.1 Konkurranseintensitet

Her vurderes intensiteten i konkurransen mellom bedriftene i bransjen. Viktige faktorer er antall konkurrenter og deres respektive markedsandeler. Her avgrenser vi til konkurrenter som er notert på Oslo Børs og eksportører av fisketypen Atlantic Salmon. Det er totalt 6 selskaper som er notert på Oslo Børs med virksomhet innen havbruk og oppdrett i Norge (Oslo Børs, 2020). Desidert størst av disse er Mowi ASA, mens SalMar er nest størst målt i markeds kapital. Det finnes relativt få aktører i bransjen, som betyr at samtlige aktører har en viss makt. Som vist tidligere har lakseeksporten vært i sterk vekst de siste årene. Med de høye etableringsbarrierene i bransjen har vært mulig å øke produksjon uten å kapre markedsandeler fra konkurrenter, noe som tilsier at konkurransen mellom bedriftene er begrenset. Det er forventet at etterspørselen etter laks kommer til å fortsette å øke (Mowi, 2019), mens veksten i tilbud fortsetter å være begrenset grunnet de høye barrierene for nyetablering.

Konkurransen mellom de norske eksportørene er derfor i stor grad styrt av kostnader per kilo laks. SalMar drar nytte av at de er blant de største eksportørene av atlantisk laks i verden, og har lavest kostnadsnivå i bransjen (Oslo Børs, 2020). De kan derfor dra nytte av stordriftsfordeler for å presse ned prisene. Totalt sett kan vi si det er relativt sterk konkurranseinnad i bransjen, og at kostnader er det viktigste konkurransemiddelet.

3.2.2 Makt hos leverandører

Her vurderer vi makten til leverandørene av innsatsfaktorer i produksjonen i havbruket. De fleste store aktørene i oppdrettsbransjen eier hele produksjonsprosessen fra start til slutt selv, men dette gjelder ikke Salmar. De er avhengig av å kjøpe fôr til fisken fra leverandører. I følge Mowi (2019) er det 4 store fôrprodusenter på det norske markedet.

Konkurransesituasjonen gjør at leverandørene har relativt stor makt overfor aktørene i oppdrettsbransjen. Profitten til oppdrettsselskaper er i stor grad avhengig av kostnadene på fôr, dermed spiller leverandørene en viktig rolle. Tall fra Fiskeridirektoratet (2018) viser at fiskefôr står for ca. 42% av kostnadene per kilo produsert laks.

	2018
Smoltkostnad pr. kg	3,44
Fôrkostnad pr. kg	14,15
Forsikringskostnad pr. kg	0,15
Lønnskostnad pr. kg	2,80
Avskrivninger pr. kg	2,19
Annen driftskostnad pr. kg	7,24
Netto finanskostnad pr. kg	0,12
Produksjonskostnad pr. kg	30,09
Slaktekostnad inkl. fraktkostnad pr. kg	3,79
Sum kostnad pr. kg	33,88

Tabell 2 (Fiskeridirektoratet, 2018)

Utenom fiskefôr er det kun leverandører av maskiner og utstyr til produksjon som er relevante for SalMar. Vi har lite data om dette, og velger derfor å se bort i fra dette i analysen da det trolig har lite påvirkning på totalkostnadene til bedriftene.

3.2.3 Makt hos kunder

Ifølge teorien til Porter har kundene større makt dersom de er store og har medfølgende stor forhandlingsmakt. I dette tilfellet deler vi opp kundene i to segmenter, det norske markedet og det internasjonale markedet. På det norske markedet styrer SalMar hele produksjonen fra oppdrett til salg selv, det er dermed konsumentene eller aktører i dagligvarebransjen som er kunden. Særlig i dagligvarebransjen finnes det få og store aktører i Norge, det er rimelig å anta at disse har en viss makt over produsentene, da det finnes flere produsenter av laks og dagligvarebransjen er veldig prissensitiv. Videre kan produktene til de norske oppdrettsselskapene anses som perfekte substitutter, som igjen gir kundene større makt.

På det globale markedet eksporterer de norske oppdrettsselskapene til hele verden. Det er typisk store distribusjonsselskaper som kjøper opp fisken og selger videre. Her ser vi også at ettersom de norsk-baserte selskapene produserer perfekte substitutter vil kundene være prissensitive og dermed ha makt overfor oppdrettsselskapene. Store, internasjonale distributører kjøper inn store kvantum, vi kan dermed anta at disse har betydelig makt overfor de norske produsentene.

3.2.4 Trussel fra nyetableringer

Her vurderes trusselen for at det kan komme nye aktører på markedet som kaprer potensiell profitt fra de eksisterende aktørene. Generelt sett vet vi at oppdrett er veldig kapitalintensivt, det krever både dyre konsesjoner for drift og store investeringer i maskiner og utstyr. Videre vet vi at det norske markedet domineres av 6 store aktører, med SalMar og Mowi som de ledende aktørene. I en slik konkurransesituasjon er det krevende å etablere seg, ettersom de eksisterende aktørene har mye makt og store økonomiske ressurser, og kan potensielt benytte dette for å hindre nyetableringer. En av de største hindringene for nyetableringer er å få konsesjoner for å lov til å drive oppdrett. Disse auksjoneres bort av kommunene, og kan være veldig vanskelige å få tak i.

På den andre siden utvikles stadig ny teknologi for å redusere kostnader, øke profitt og skape nye muligheter for oppdrett (land- og havbasert). Disse faktorene er med på å redusere barrierene for nyetableringer, som igjen kan være en trussel for SalMar. Den samlede profitten i den norske oppdrettsbransjen var i 2018 på ca 20 milliarder kroner (NOU, 2019). Det er med andre ord gode muligheter for profitt for investorer som er risikovillige og ønsker å gå inn i bransjen. Vi konkluderer med at det er høye etableringsbarrierer i dagens konkurransesituasjon. Dette er positivt for de eksisterende bedriftene på markedet.

3.2.5 Trussel fra substitutter

I dette aspekt skal vurderer vi hvor lett produktet til SalMar kan erstattes med andre, lignende produkter som dekker samme behov. SalMar produserer atlantehavslaks, som i stor grad kan erstattes av annen type fisk til hverdagslige måltider. På den måten kan vi anta at kundene er prissensitive, og har lav terskel for å bytte til en annen type fisk som dekker samme matbehov gitt at prisen er lavere. Dette representerer en trussel for virksomheten til SalMar. Videre vet vi også at laks har blitt en viktig ingrediens i sushi i Japan og andre land i Asia, som bidrar til at produktet er vanskelig å erstatte i disse markedene. Ifølge Norsk Sjømatråd (2018) har norsk laks en sterk merkevare i Europa, og er dermed mindre utsatt for prisendringer på substitutter. Dette taler for en lavere trussel fra substitutter for SalMar relativt til utenlandske produsenter av atlantehavslaks.

3.2.6 Oppsummering av Porters femfaktormodell

Når vi ser på bransjen under ett ser vi at konkurransen er relativt sterk mellom aktørene, og at både kunder og leverandører har betydelig makt. Ett av de viktigste konkurransemidlene er pris, ettersom atlantehavslaks er perfekte substitutter og konkurransen mellom de norske produsentene er sterk. Videre er det høye barrierer for nyetableringer, og tilbudsveksten antas å bli moderat (SalMar Q4, 2020). Vi kan dermed konkludere med konkurransen i markedet medfører en betydelig grad av risiko for investorer.

3.3 SWOT

For å oppsummere den strategiske analysen gjør vi en SWOT analyse av SalMar.

Rammeverket benytter vi ved å se på interne faktorer som styrker og svakheter, og eksterne faktorer som muligheter og trusler for SalMar. Ved å gjennomføre en slik analyse ønsker vi å kartlegge hvordan faktorene potensielt kan påvirke verdien av selskapet, og å gjøre det lettere å kvantifisere faktorene når vi skal verdsette selskapet senere i analysen. Her legger vi til at risikoen knyttet til biologiske faktorer er særlig stor, og kan plasseres både under eksterne og interne faktorer. Sykdom blant fisk er en faktor produsentene kan gjøre forebyggende tiltak mot, og kan følgelig ses på som en intern faktor. Videre er påvirkningen av klima, gener og kvaliteten på fisken i stor grad styrt av eksterne faktorer, vi velger derfor å plassere det under eksterne trusler i SWOT-analysen.

	Styrker	Svakheter
Interne faktorer	<ul style="list-style-type: none"> - Lavest kostnadsnivå i bransjen - Mange konsesjoner i Norge og Skottland - OceanFarm, langt fremme på innovasjon 	<ul style="list-style-type: none"> - Imiterbare ressurser, ikke et varig konkurransefortrinn - Store tap som følge av sykdom - Produserer ikke fôr selv
	Muligheter	Trusler
Eksterne faktorer	<ul style="list-style-type: none"> - Høy etterspørselsvekst relativt til tilbudsvekst - Høy barriere for nyetablering - Økende matbehov 	<ul style="list-style-type: none"> - Usikkerhet rundt laksepris - Risiko forbundet med kronekurs - Biologiske faktorer, tap av fisk og sykdom

Figur 4: SWOT-analyse

4. REGNSKAPSANALYSE

Regnskapsanalyse er en systematisk bearbeidelse av regnskapsdata. Metoden kan videre defineres som: «alle teknikker som benyttes for å kartlegge og belyse en bedrifts økonomiske utvikling og stilling.» (Kristoffersen, 2019, s.435). En norm innen regnskapsanalyse er å diskutere nøkkeltall ved hjelp av konvensjonelle standarder, dog er det viktig å ta hensyn til hvilken bransje virksomheten er i, og hvilken type selskapsform den er. Altså, til tross for egne regnskapsprinsipper, representerer ikke alltid en analyse virkeligheten 100%. Hvilken økonomisk tilstand bedriften helhetlig illustrerer, avhenger av faktorer ut over standard mål, eksempelvis medvirkende omstendigheter innen bransjeforhold. Formålet med analysen er å danne en syntese gjennom nøkkeltallene, hvor en enkelt redegjør for den aktuelle bedriften sin økonomiske situasjon.

Vi skal skildre forhold som SalMar sin interne utvikling samt SalMar sin relative utvikling sett opp mot gjennomsnittet til noen av deres nære konkurrenter de siste fem årene. Vi tar utgangspunkt i tall fra Proff Forvalt som omfatter konsernregnskapet til SalMar og lignende selskaper i bransjen. Gjennom sammenligningen ønsker vi å få frem betydningsfulle momenter innen lønnsomhet (dvs. bedriftens evne til å skape overskudd), finansiering (dvs. bedriftens anskaffelse og anvendelse av kapital), soliditet (dvs. bedriftens evne til å tåle tap) og likviditet (dvs. bedriftens betalingsevne), som kan vise seg å være relevant for forståelsen av utviklingen til fortidens-, samt betraktningen av nåtidens- og framtidens aksjekurs.

4.1 Lønnsomhetsanalyse

«Lønnsomhet sier noe om en bedrifts evne til å skape overskudd. Inntektene må være større enn kostnadene» (Kristoffersen, 2016, s.450). Formålet med en lønnsomhetsanalyse, en såkalt rentabilitetsanalyse, er å skape en formening om hvordan lønnsomheten til selskapet er. Analysen er av spesiell interesse for eierne og långiverne som har stilt kapital til disposisjon for bedriften, og for eventuelle fremtidige investorer. Finansieringskildene er utsatt for en viss risiko, og har derfor et sterkt incentiv til å vurdere både lønnsomheten til Salmar ASA og utsiktene for fremtidig lønnsomhet. (Sættem, 2006, s.157).

Vi skal analysere lønnsomheten til SalMar ASA for perioden 2014 til 2018. I analysen skal vi gjennom forskjellige nøkkeltall kommentere utviklingen av lønnsomheten over fire år, og prøve å forklare mulige svingninger i oppsummeringen av lønnsomhetsanalysen.

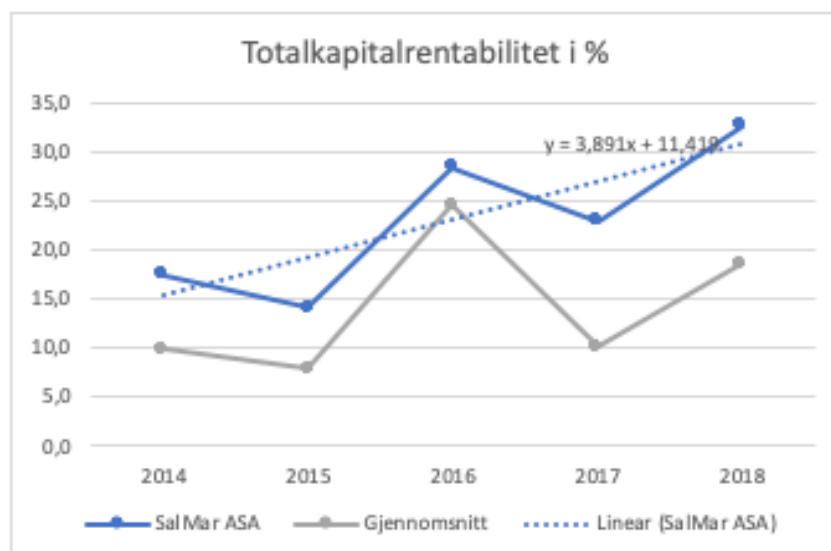
4.1.1 Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabilitet måler avkastningen av selskapets totale kapital uavhengig av finansieringsstrukturen. Totalkapitalrentabilitet, TKR, beregnes ved å dividere de totale inntektene på den gjennomsnittlige totalkapitalen i perioden.

$$\text{Totalkapitalrentabilitet: } \frac{(\text{Driftsresultat} + \text{Finansinntekter}) \times 100\%}{\text{Gjennomsnittlig totalkapital}}$$

Totalkapitalrentabilitet i %	SalMar ASA	Lerøy Seafood Group ASA	Mowi ASA	Norway Royal Salmon ASA	AUSTEVOLL SEAFOOD ASA	GRIEG SEAFOOD ASA
2014	17,50%	11,10%	10,30%	14,80%	7,90%	5,60%
2015	14,10%	10,70%	8,00%	10,90%	7,90%	2,20%
2016	28,40%	22,40%	20,60%	36,20%	16,40%	27,00%
2017	22,90%	9,20%	12,70%	9,10%	7,60%	12,30%
2018	32,60%	17,20%	19,50%	22,40%	15,60%	18,00%

Tabell 3: Totalkapitalrentabilitet



Figur 5: Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabiliteten til SalMar ASA forteller interessenter at selskapet klarer å utnytte de økonomiske ressursene de rår over på en svært god måte, da konsensus om tilfredsstillende rentabilitet ligger mellom 5-10%. Over perioden ser vi en stigende trend for totalkapitalrentabiliteten. Dette betyr at resultatet har økt mer enn totalkapitalen.

I alle fem årene har SalMar en TKR på over 15%. Dette er isolert sett veldig sterke tall sammenlignet med andre bransjer og næringer. Det er dog viktig å ta i betraktning at disse standardene er generelle. Selskapets TKR er med god margin høyere enn gjennomsnittet i den aktuelle bransjen, og man kan med sterkere slagkraft konkludere med at avkastningen av SalMars totale kapital er meget god. Det er nødvendig å være oppmerksom på at Norskott Havbruk og Arnarlax HF bokføres som tilknyttede selskap hvor SalMars andel av selskapenes resultat etter skatt og biomassejustering reflekteres som finansinntekt (SalMar ASA, 2018). Dette er med på å påvirke svingningene i diagrammet ovenfor.

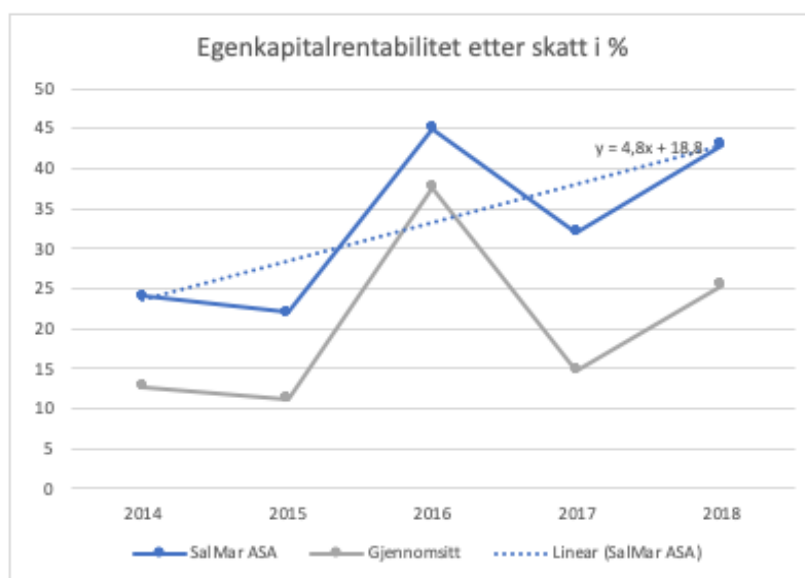
4.1.2 Egenkapitalrentabilitet etter skatt

Nøkkeltallet viser avkastning på den investerte egenkapitalen, og kan tolkes som oppnådd resultat per investert egenkapitalkrone. Egenkapitalrentabilitet er et populært og anvendbart tall for investorer, da tallet ofte benyttes til å sammenligne selskaper (Kristoffersen, 2016).

$$\text{Egenkapitalrentabilitet etter skatt: } \frac{(\text{Ordinært resultat etter skatt}) \times 100\%}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}}$$

Egenkapitalrentabilitet i %	SalMar ASA	Lerøy Seafood Group ASA	Mowi ASA	Norway Royal Salmon ASA	AUSTEVOLL SEAFOOD ASA	GRIEG SEAFOOD ASA
2014	24,00%	14,00%	6,00%	28,00%	9,00%	7,00%
2015	22,00%	15,00%	9,00%	22,00%	10,00%	0,00%
2016	45,00%	32,00%	26,00%	62,00%	23,00%	45,00%
2017	32,00%	13,00%	21,00%	12,00%	10,00%	18,00%
2018	43,00%	23,00%	22,00%	34,00%	20,00%	28,00%

Tabell 4: Egenkapitalrentabilitet



Figur 6: Egenkapitalrentabilitet

Avkastningen eierne har oppnådd på sine investeringer i SalMar kan beskrives som gode. Gjennom hele perioden ligger egenkapitalrentabilitet etter skatt for SalMar høyere enn gjennomsnittet, og kan forklares av sterke resultat for samtlige år. Nøkkeltallet er naturligvis høyere enn selskapets TKR, siden eierne bærer høyere risiko enn långiverne som i stor grad er sikret med pant eller annen form for sikkerhet.

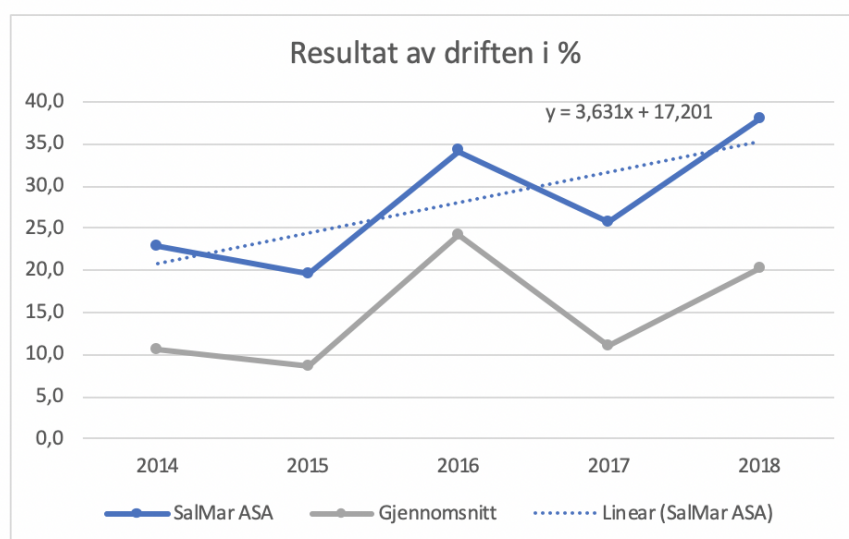
4.1.3 Driftsmargin

Driftsmargin er naturlig å inkludere i en analyse av lønnsomheten. Driftsmargin er driftsresultat i prosent av driftsinntekter, og beskriver hvor mye selskapet har tjent på driften før det tas hensyn til finansielle inntekter og kostnader (Kristoffersen, 2016).

$$\text{Driftsmargin: } \frac{\text{Driftsresultat} \times 100\%}{\text{Driftsinntekter}}$$

Driftsmargin i %	SalMar ASA	Lerøy Seafood Group ASA	Mowi ASA	Norway Royal Salmon ASA	AUSTEVOLL SEAFOOD ASA	GRIEG SEAFOOD ASA
2014	22,90%	11,50%	14,20%	9,30%	10,30%	7,80%
2015	19,60%	11,60%	11,10%	7,80%	10,70%	1,70%
2016	34,20%	25,00%	28,20%	20,80%	23,60%	23,60%
2017	25,80%	10,70%	13,30%	9,80%	9,60%	11,70%
2018	38,00%	21,80%	24,30%	15,90%	22,20%	17,40%

Tabell 5: Driftsmargin



Figur 7: Driftsmargin

Resultat av driften til SalMar ligger jevnt over gjennomsnittet, noe som skyldes SalMars sterke driftsresultat. Diagrammet viser vesentlige variasjoner i resultatet fra år til år, men i perioden ser vi en positiv trend for SalMar ASA. Denne trendlinjen har et stigningstall på 3,63. Dette betyr at driftsmarginen til SalMar ASA har økt med 3,63 % årlig i perioden fra 2014 til 2018.

4.1.4 Oppsummering av lønnsomhet

Lønnsomheten til SalMar ASA er jevnt over meget god sammenlignet med andre oppdrettsselskap og generelle normer. Her kan man i første rekke trekke frem driftsmarginen som SalMar skiller seg ut på. Videre ser vi en positiv utvikling av lønnsomheten i perioden som mest sannsynlig skyldes bedret underliggende drift med fokus på kostnadsreduksjon i kombinasjon med en jevnt over positiv valutakurs- og lakseprisutvikling.

Diagrammene brukt i analysen viser betydelige endringer fra år til år. Endringene kan i stor grad kobles til svingningene i valutakurs- og laksepris, i tillegg til en biologisk situasjon med uforutsigbare framtidsutsikter. Disse faktorene påvirker slaktevolumet det inneværende året som gjenspeiles i selskapets resultat. Eksempelvis skyldes nedgangen i 2015 i hovedtrekk en forverret biologisk situasjon i tillegg til høye fôrpriser, mens resultatforbedringer i 2016 skyldes høyere laksepriser og rekordinntjening i segmentet Nord-Norge. De store variasjonene fra år til år kan vi også se hos andre lakseselskaper, hvor den grå grafen representerer gjennomsnittet av fem børsnoterte lakseselskap.

4.2 Finansiering og soliditet

Kristoffersen (2019) forklarer at finansiering omfatter anskaffelse og anvendelse av kapital, hvor en analyse av finansiering tar utgangspunkt i sammensetningen av bedriftens eiendeler og hvorvidt disse er finansiert kortsiktig eller langsiktig. «Soliditet er nært knyttet til finansiering og sier noe om en bedrifts evne til å tåle tap. Foretakets soliditet er gjerne knyttet til størrelsen på egenkapitalen i forhold til samlet kapital i bedriften» (s.463)

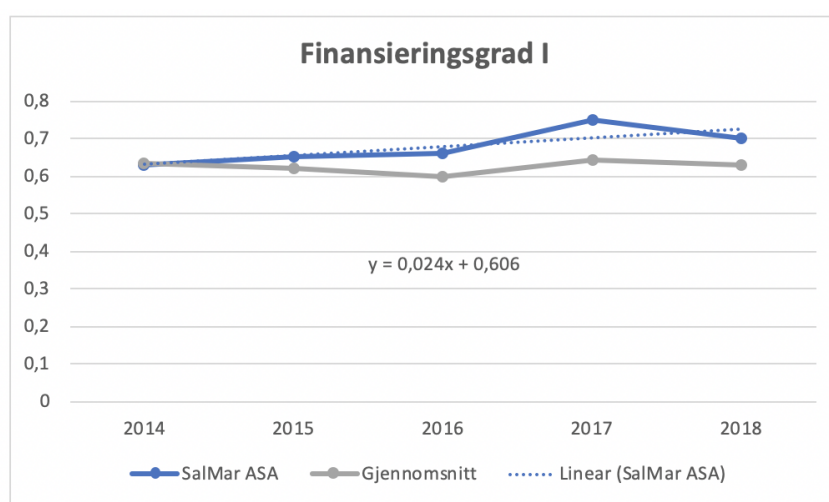
4.2.1 Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 viser i hvilken grad anleggsmidlene er langsiktig finansiert. Kristoffersen (2019) framhever at «en sunn finansieringsstruktur tilsier at den kapitalen som er bundet i anleggsmidler, skal være finansiert med egenkapital og langsiktig gjeld» (s.460), da disse er ment for langsiktig eie.

$$\text{Formel for finansieringsgrad 1: } \frac{\text{Anleggsmidler}}{\text{Langsiktig kapital}}$$

Finansieringsgrad I	SalMar ASA	Lerøy Seafood Group ASA	Mowi ASA	Norway Royal Salmon ASA	AUSTEVOLL SEAFOOD ASA	GRIEG SEAFOOD ASA
2014	0,63	0,60	0,60	0,60	0,71	0,66
2015	0,65	0,62	0,60	0,56	0,71	0,61
2016	0,66	0,62	0,57	0,59	0,69	0,53
2017	0,75	0,65	0,61	0,67	0,72	0,56
2018	0,70	0,66	0,58	0,66	0,69	0,56

Tabell 6: Finansieringsgrad 1



Figur 8: Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 bør være mindre enn 1 jf. konvensjonelle standarder. Samtlige bedrifter innen bransjen representerer en Finansieringsgrad 1 under det ovennevnte forlanger. Man ser en relativ forverring innen SalMar som de siste 2 årene presterer dårligst av bedriftene tatt med i vår bransjesammenligning, etter en noe markant økning fra 0,66 i 2016 til 0,75 i 2017. En uheldig trendlinje sett fra SalMars øyne, men likevel godt under hva en typisk standard tilsier Finansieringsgrad 1 bør være. Det er foreløpig ingen grunn til overdreven bekymring, men fortsatt en merkverdig utvikling sett i forhold til konkurrentenes gjennomsnitt siden 2014, noe SalMar har tatt hånd om og fått gjort noe med i det man ser en reduksjon i det siste rapporterte året, 2018.

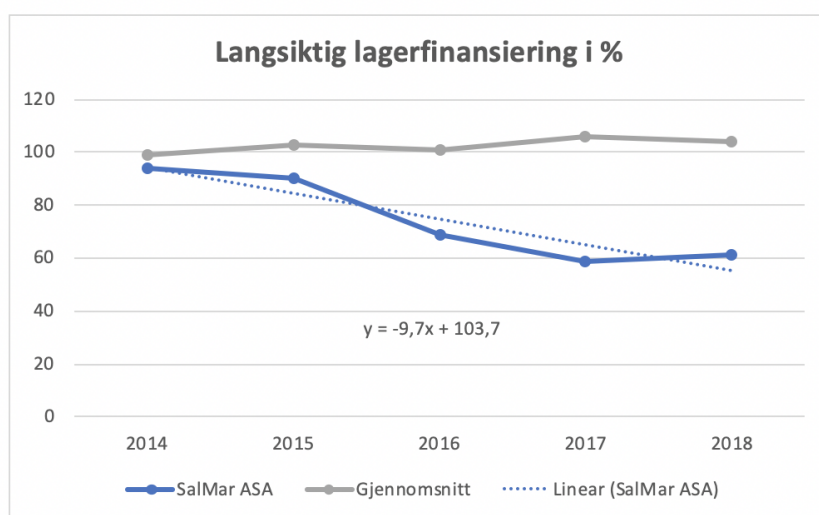
4.2.2 Langsiktig lagerfinansiering i %

Langsiktig lagerfinansiering i % illustrerer prosentandelen av varelageret som er langsiktig finansiert, dersom nøkkeltallet er over 100% betyr det at hele lageret er finansiert med langsiktig kapital. (Kristoffersen, 2019)

$$\text{Langsiktig lagerfinansiering} = \frac{\text{Egenkapital} + \text{Langsiktig gjeld} - \text{Anleggsmidler}}{\text{Varelager}}$$

Langsiktig lagerfinansiering i %	SalMar ASA	Lerøy Seafood Group ASA	Mowi ASA	Norway Royal Salmon ASA	AUSTEVOLL SEAFOOD ASA	GRIEG SEAFOOD ASA
2014	94	118	102	86	120	70
2015	90	100	102	110	114	89
2016	69	110	94	87	116	96
2017	59	139	90	69	145	86
2018	61	121	102	83	131	84

Tabell 7: Langsiktig lagerfinansiering



Figur 9: Langsiktig lagerfinansiering

Langsiktig lagerfinansiering bør være positiv og helst over 100%, noe som avspeiles av bransjens omtrent horisontale graf omkring tilråding. På tross av bransjens holdbare, pålitelig prestasjon, ser man en ugunstig utvikling over tid for SalMar ASA, som gradvis, år for år, fraviker rekommandasjon. Kun i 2018 ser man en marginal forbedring, dog av ubetydelig omfang, og her kan det hevdes at SalMar presterer under par. Hvorvidt en slik fallende trendlinje innenfor dette nøkkeltallet er verdig en reaksjon, påvises delvis av SalMars handling for tilbakeslag, og er å anse som et mindre problem for SalMar fra et overordnet perspektiv.

4.2.3 Egenkapitalandel i %

Egenkapitalandel i % viser hvor mange prosent av totalkapitalen (dvs. summen av eiendelene) som er finansiert via egne midler. Samtidig forteller den hvor mye bedriften kan tape før fremmedkapitalen (dvs. gjelden) også blir påført et tap. Desto større forholdstall, desto bedre er soliditeten til bedriften. (Kristoffersen, 2019)

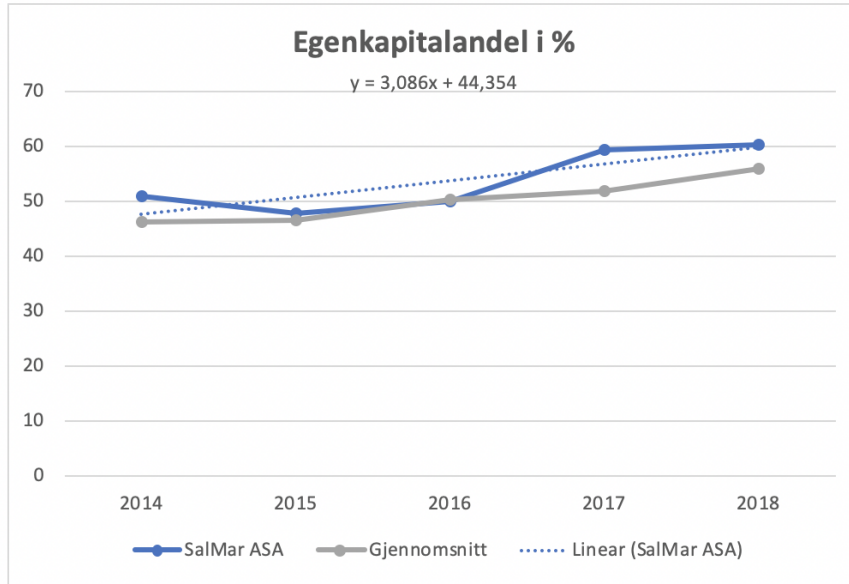
Endring av egenkapitalen påvirkes av flere medvirkende omstendigheter:

- Inntjeningen; tilbakeholdt overskudd (dvs. overskudd minus avsatt utbytte) vil øke egenkapitalen, men et underskudd, derimot, vil redusere egenkapitalen.
- Ny innbetaling av egenkapital fra eierne.
- Nedgang i forbindelse med tilbakebetaling av egenkapital til eierne.

$$\text{Formel for Egenkapitalandel: } \frac{\text{Egenkapital} \times 100\%}{\text{Totalkapital}}$$

Egenkapitalandel i %	SalMar ASA	Lerøy Seafood Group ASA	Mowi ASA	Norway Royal Salmon ASA	AUSTEVOLL SEAFOOD ASA	GRIEG SEAFOOD ASA
2014	51	54	40	39	53	44
2015	48	55	45	41	53	38
2016	50	54	43	55	52	47
2017	59	56	53	48	54	47
2018	60	60	56	57	59	48

Tabell 8: Egenkapitalandel



Figur 10: Egenkapitalandel

Når det gjelder konvensjonelle standarder hevder Kristoffersen (2019) at det ikke eksisterer en norm eller klare retningslinjer for hvor stor egenkapitalen bør være. Likevel har Kristoffersen (2019) observert at «I de fleste virksomheter vil en egenkapitalandel på 30 til 35 prosent være tilfredsstillende» (s.464). SalMar samt resten av bransjen representerer en egenkapitalandel over eller lik 40% siden 2014, foruten Norway Royal Salmon ASA som i 2014 hadde en egenkapital på 39%.

Man ser en økende og sammenfallende trendlinje i løpet av perioden fram til 2018. Økning kan bety færre- og potensielt mangel på gode investeringsprosjekter. Samtidig kan man betrakte økningen som bransjens forventninger og prediksjoner om økt risiko og behov for større soliditet (jf. biologiske utfordringer), eller bare et tydelig kjennetegn på bransjens særs gode tider i perioden. Samtlige i bransjen, spesielt SalMar, fremstår svært solide, med ytterligere av egne ressurser til disposisjon. Med slike forholdstall og ressurser oppstår et usedvanlig og særskilt insentiv til å søke etter nye investeringsprosjekter der de skulle oppstå.

4.2.4 Gjeldsgrad

Gjeldsgraden viser hvorvidt kapital er finansiert av eierne eller av utenforstående.

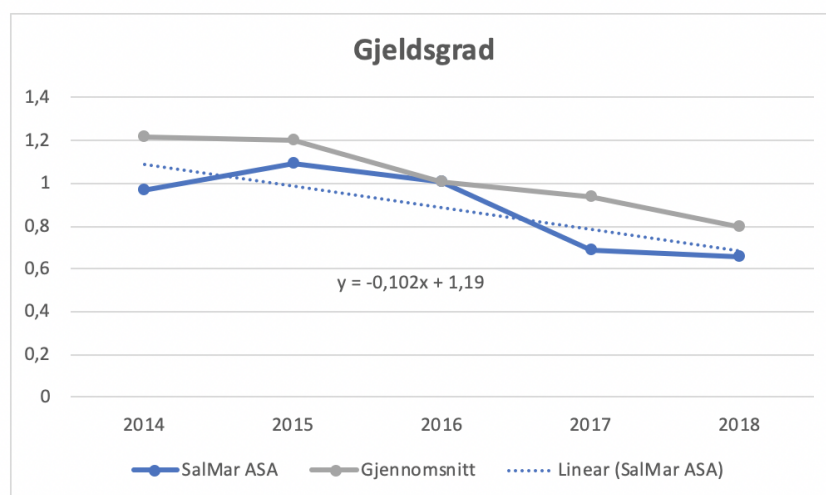
Tilsvarende egenkapitalandel i % fremstiller gjeldsgraden hvor solid en bedrift er, men i kontrast med egenkapitalandel er soliditeten bedre desto lavere forholdstallet er.

(Kristoffersen, 2019).

$$\text{Formel for Gjeldsgrad: } \frac{\text{Gjeld}}{\text{Egenkapital}}$$

Gjeldsgrad	SalMar ASA	Lerøy Seafood Group ASA	Mowi ASA	Norway Royal Salmon ASA	AUSTEVOLL SEAFOOD ASA	GRIEG SEAFOOD ASA
2014	0,97	0,84	1,51	1,56	0,89	1,27
2015	1,09	0,82	1,21	1,42	0,90	1,65
2016	1,01	0,86	1,32	0,81	0,92	1,11
2017	0,69	0,77	0,87	1,08	0,84	1,14
2018	0,66	0,66	0,79	0,76	0,69	1,10

Tabell 9: Gjeldsgrad



Figur 11: Gjeldsgrad

En gjeldsgrad på 1 symboliserer at egenkapitalen og sum gjeld er av gjensidig omfang, ergo, gir det en egenkapitalandel på 50 prosent. Disse nøkkeltallene er sterkt knyttet sammen, og om enn i noe annet format så representerer de det samme, altså en sær solid bransje. Dog kan det legges til at mindre gjeld også betyr at bedriften har mindre krav til å betale renter og avdrag, noe som i praksis betyr at bedriften har mindre krav til kontantinntjening og dermed mindre risiko for å bli slått konkurs. Utover det ovennevnte (jf. egenkapitalandel og gjeldsgrad), kan man bringe fram at virksomhetene er påvirket av syklusendringer som omfatter bransjen, men grunnet de forhold som i størst grad styrer bransjen sin soliditet ser man ingen tegn til utfordringer i løpet av perioden. Virksomhetene, og i enda større grad

SalMar ASA, fremstår robuste og ser ut til å ha en betryggende buffer om bransjen mot formodning skulle gå en dyster framtid i møte, f.eks. ved en unntakstilstand, id est COVID-19.

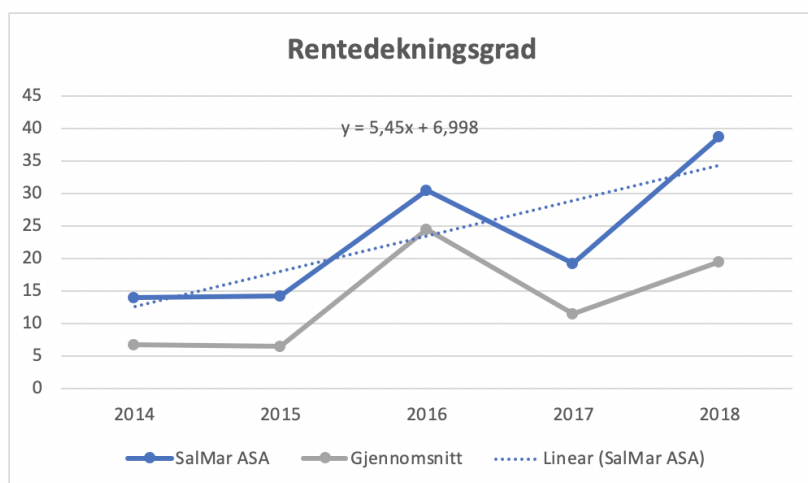
4.2.5 Rentedeckningsgrad

Om en bedrift har kurant soliditet gjenspeiles også i forbindelse med dens rentedeckningsgrad, bedømmelsen viser til foretakets evne til å møte forpliktelser knyttet til det å betale renter og avdrag på gjeld. Rentedeckningsgraden tydeliggjør antall ganger en bedrift er i stand til å betale sine rentekostnader, og er sammenfallende med lønnsomhet og renter på gjelden i bedriften. (Kristoffersen, 2019)

$$\text{Formel for rentedeckningsgrad: } \frac{\text{Ordinært resultat før skatt + rentekostnader}}{\text{Rentekostnader}}$$

Rentedekningsgrad	SalMar ASA	Lerøy Seafood Group ASA	Mowi ASA	Norway Royal Salmon ASA	AUSTEVOLL SEAFOOD ASA	GRIEG SEAFOOD ASA
2014	14,02	10,21	1,69	14,61	4,28	2,51
2015	14,24	11,63	3,63	10,89	5,31	0,93
2016	30,44	29,03	4,27	61,76	16,05	11,06
2017	14,02	10,21	1,69	14,61	4,28	2,51
2018	38,74	23,44	4,79	44,64	10,65	14,18

Tabell 10: Rentedeckningsgrad



Figur 12: Rentedeckningsgrad

Når det gjelder konvensjonelle standarder påstår Kristoffersen (2019) at det ikke eksisterer en norm eller klare retningslinjer for størrelsen på hva rentedeckningsgraden bør være, dog

henviser han til at mange har hevdet at den bør være større enn 3, og i alle fall ikke mindre enn 1, da dette symboliserer en bedrift som går med underskudd.

Rentedekningsgraden til SalMar har vært stabilt svært mye høyere enn anbefalingen henvist over, noe som tyder på at SalMar ASA har gode muligheter til å betjene sine renteforpliktelser, og at de uproblematisk kan ta på seg økte renteforpliktelser dersom de skulle ønske- og eller få behov for det. Til tross for opplagte variasjoner fra et år til et annet ser man jevnt over en tydelig, positiv utvikling i rentedekningsgraden i bransjen som følge av gode resultat før skatt sammenfallende med en rentekostnad som har gått ned. Trenden ble opprettholdt imot siste rapporteringspunkt, hvor SalMar ASA overstiger den tidligere, høyeste rentedekningsgraden målt siden periodestart.

4.2.6 Oppsummering av finansiering og soliditet

Basert på vår systematisk bearbeidelse av regnskapsdata i henhold til konvensjonelle standarder belyses SalMar sin anskaffelse- og anvendelse av kapital, og evne til å tåle tap som særdeles tilfredsstillende. Samtlige nøkkeltall tyder på at SalMar driftes svært solid. SalMar ASA sin interne utvikling og stilling fremkommer som temmelig respektabel som følge av blant annet tiltalende og behagelige bransjeforhold; disse gjenspeiles i konkurrenter av samme type selskapsform.

Sett bort ifra medvirkende omstendigheter, dvs. sett relativt opp mot gjennomsnittet til konkurrentene i perioden (de siste fem årene) fremstår trenden til SalMar fordelaktig, og med brukbare fortrinn over gjennomsnittlig konkurranse innen soliditet. Totalt sett overgår soliditeten til SalMar resterende i bransjen, og reflekterer SalMar ASA som den beste operasjonelle virksomheten historisk sett. Spesielt gjør SalMar ASA sin operasjonelle effektivitet seg gjeldende som et innlysende konkurransefortrinn ved at dens soliditet overlegent toppe seg mot slutten av perioden. Derimot blir det tydeliggjort at SalMar sine investeringer er finansiert mindre langsiktig de tre siste årene, tydelig påvist gjennom en markant negativ, svakere langsiktig lagerfinansiering og noe svakere Finansieringsgrad 1 enn sine rivaler. Formålet med analysen var å danne en syntese gjennom nøkkeltallene, og man ser ut ifra nøkkeltallene innen finansiering og soliditet at SalMar helhetlig illustreres som ekstremt solid. Det til tross for en tilsynelatende, noe svakere langsiktig finansiering enn normalen som fremkommer av gjennomsnittet i bransjen, ser SalMar ASA sin aktuelle økonomiske situasjon stabil- og tilstrekkelig ut.

4.3 Likviditet

Likviditeten forklarer hvilken betalingsevne et selskap har, med andre ord, evnen deres til å kjøpe noe. Et selskap med god likviditet vil være i stand til å betale de forpliktelsene de har pådratt seg, samt være bedre rustet mot lavkonjunkturer, nedgang i markedspriser og andre uforutsigbare hendelser (Kristoffersen, 2016, s.468).

Vi skal nå se på likviditeten til SalMar ASA for perioden 2014 til 2018. I analysen skal vi gjennom forskjellige nøkkeltall kommentere utviklingen av likviditeten over fire år, og gi en vurdering av selskapets betalingsevne og konkurssansynlighet.

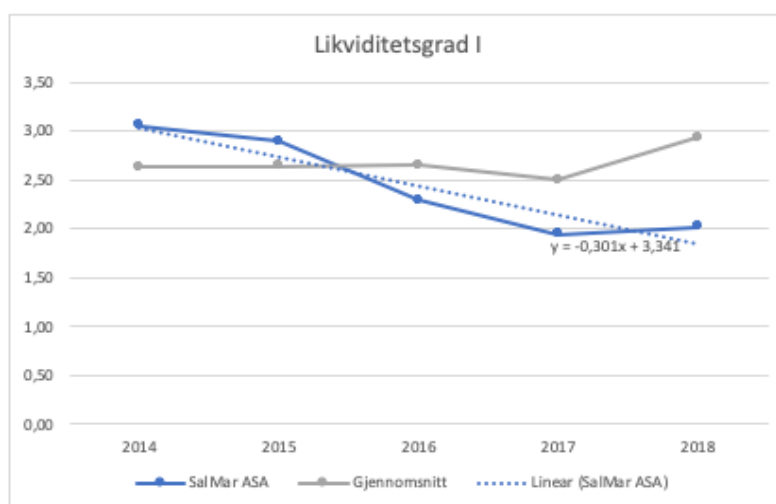
4.3.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 viser i hvor høy grad omløpsmidler er finansiert med kortsiktig gjeld, og kan sees i sammenheng med finansieringsgrad 1. Nøkkeltallet bør i hovedsak overstige 2, da det er hensiktsmessig at langsiktig kapital finansierer deler av omløpsmidlene (Kristoffersen,2016).

$$\text{Likviditetsgrad 1: } \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Likviditetsgrad 1	SalMar ASA	Lerøy Seafood Group A Mowi ASA	Norway Royal Salmon	AUSTEVOLL SEAFOOD	GRIEG SEAFOOD ASA	
2014	3,05	3,12	3,22	1,94	2,57	2,30
2015	2,89	2,54	3,35	2,34	2,61	2,34
2016	2,29	2,90	3,03	2,19	2,64	2,50
2017	1,94	2,98	2,70	1,76	2,63	2,44
2018	2,02	2,99	3,70	2,35	3,04	2,58

Tabell 11: Likviditetsgrad 1



Figur 13: Likviditetsgrad 1

Fra tabellen og diagrammet ser vi at omløpsmidlene er verdt mer enn den kortsiktige gjelden. SalMars likviditetsgrad 1 er tilfredsstillende målt opp mot generell norm, men når vi sammenligner tall i perioden med bransjen ser vi at SalMar kommer dårligere ut. Diagrammet viser en negativ trend under perioden, likevel, kan vi fatte en beslutning om at SalMar sine driftsrelaterte og finansielle omløpsmidler gir forholdsmessig god dekning av deres kortsiktige gjeld, da likviditetsgraden er rundt 2.

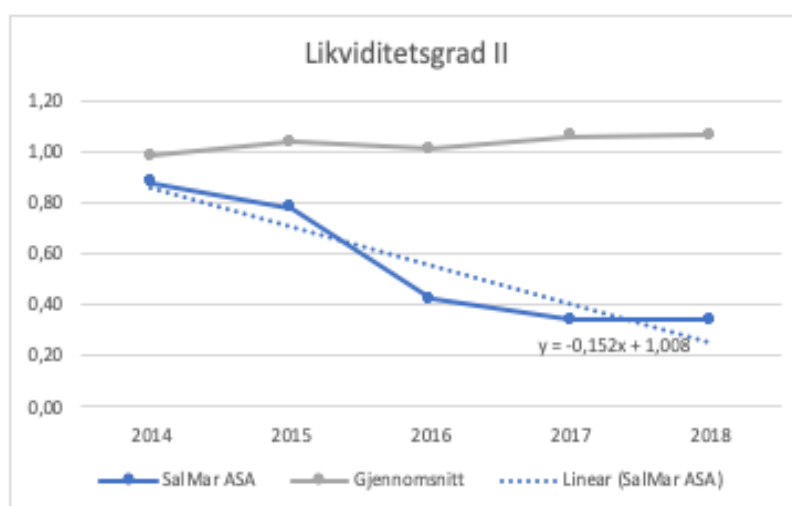
4.3.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 uttrykker i likhet med likviditetsgrad 1 forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld, men her er varelageret trukket ifra ettersom det regnes som et lite likvid omløpsmiddel. En tommelfingerregel er at nøkkeltallet bør ligge over 1. (Kristoffersen, 2016)

$$\text{Likviditetsgrad 2: } \frac{\text{Mest likvide omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}} = \frac{\text{Omløpsmidler} - \text{Varebeholdning}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Likviditetsgrad 2	SalMar ASA	Lerøy Seafood Group A Mowi ASA	Norway Royal Salmon	AUSTEVOLL SEAFOOD	GRIEG SEAFOOD ASA
2014	0,88	1,32	1,04	0,85	1,26
2015	0,78	0,99	1,04	1,12	1,20
2016	0,42	1,18	0,87	0,83	1,23
2017	0,34	1,55	0,82	0,66	1,50
2018	0,34	1,34	1,06	0,73	1,49

Tabell 12: Likviditetsgrad 2



Figur 14: Likviditetsgrad 2

Tommelfingerregelen er ikke oppfylt for SalMar under perioden. Utover dette ligger SalMar sine tall under bransjegjennomsnittet som vanligvis regnes som den beste målestokken, siden en «normal» likviditetsgrad vil variere på tvers av bransjer. Det eksisterer en negativ trend for perioden, og den sterke nedgangen i likviditetsgraden fra 2015 til 2017 kan forklares gjennom en tøff biologisk situasjon, samt høye fôrpriser.

4.3.3 Oppsummering Likviditet

Likviditeten til SalMar ASA er brukbar målt opp mot generelle normer. Av grafene ovenfor, ser vi en særdeles negativ trend fra 2015 til 2017. Bakgrunnen for den negative trenden var betydelige investeringer, i tillegg til svakere resultat på bakgrunn av forverret biologisk situasjon.

Sammenligner man SalMar med gjennomsnittet i bransjen, ligger SalMar i bunnsjiktet. En grunn til dette kan være at SalMar legger vekt på å utbetale overskuddslikviditet som utbytte eller kapitalnedsettelse. Videre forklarer SalMar gjennom sin nettside at det blir gjort løpende vurderinger om tilgjengelig likviditet blir brukt til nye investeringer eller til å nedbetale gjeld fremfor utbytte (SalMar ASA, 2020). Ut fra en økende utbyttekultur i perioden fra 2014-2018, så kan vi konkludere med at det ikke virker å være øyeblikkelig fare for likviditetskrise, hverken for bransjen eller SalMar.

5. FINANSIELL ANALYSE

I denne delen av oppgaven skal vi fokusere på selve verdsettelsen av SalMar ASA, og ved hjelp av ulike verdsettelsesmetoder estimere aksjekurs per 31.12.2019. Det eksisterer flere ulike metoder for verdsettelse av et selskap der blant de mest kjente er kontantstrømbaserte modeller, historisk prising, dividendemodeller og multippelanalyser (Boye, 2008). Vi har lagt fokus på kontantstrømbaserte modeller og multippelanalyse.

En finansiell analyse av et selskap er ofte et tidkrevende og komplekst problem, som krever god kunnskap om selskapet, dets konkurrenter og ikke minst markedet. Det er viktig å understreke at det er knyttet betydelig usikkerhet til en «kvalifisert gjetning» av verdien til et selskap, da det eksisterer usikre faktorer som er utslagsgivende, samt vanskeligheten av å predikere fremtidige kontantstrømmer. Med dette i bakhodet, bør man aldri stole blindt på estimerte aksjekurser.

Før vi presenterer modellene brukt i analysen, vil vi introdusere det teoretiske rammeverket rundt avkastningskravet med hovedfokus på faktorer og utregninger som ligger til grunn for endelig WACC brukt til diskontering av fremtidige kontantstrømmer.

5.1 Avkastningskrav

Avkastningskravet for en virksomhet er den avkastningen som er nødvendig over tid for å trekke kapital til virksomheten. Avkastningskravet er et instrument som benyttes både for beslutnings- og kontrollformål. Når man skal vurdere lønnsomheten av investeringer må man ta stilling til hvilket avkastningskrav man skal bruke. Investorer og långivere setter avkastningskravet. Kravet er en alternativkostnad, og reflekterer hvilken avkastning de kan oppnå ved en alternativ bruk av sin kapital i prosjekter med samme grad av risiko.

Forventet avkastning og risiko er sterkt knyttet sammen med positiv korrelasjon; jo større risiko, desto større kompensering forventer investorer og långivere. Risiko, *volatiliteten*, representerer variasjonen i avkastningen, dvs., muligheten for at de faktiske kontantstrømmene vil avvike fra forventede kontantstrømmer. Sannsynligheten for at avkastningen fraviker forventet avkastning påvirkes av f.eks. fluktuasjoner i markedet.

5.1.1 Å bygge en nødvendig avkastning

Kjennetegnet på god kapitalforvaltning er dens evne til å maksimere forventet avkastning, innenfor et gitt og akseptabelt risikointervall. Investorer er typisk kjent for å være rasjonelle og risikoaverse, altså ikke tilbøyelige til å ta unødig risiko. Det vil si at de søker risikofrie investeringer preget av sikkerhet knyttet til fremtidig avkastning, dersom de ikke ser en verdig økning i avkastningskravet.

Vi kan måle den totale risikoen i et verdipapir ved å beregne volatiliteten. Volatiliteten er standardavviket av et verdipapir sin avkastning over tid. Vi deler den totale risikoen inn i to deler, henholdsvis usystematisk- og systematisk risiko, også kalt, selskaps- og markedsrisiko. Hvorav den systematiske risikoen kjennetegnes ved at den ikke kan diversifiseres bort, eksempelvis endringer i makroøkonomien, finanskriser og renteendringer.

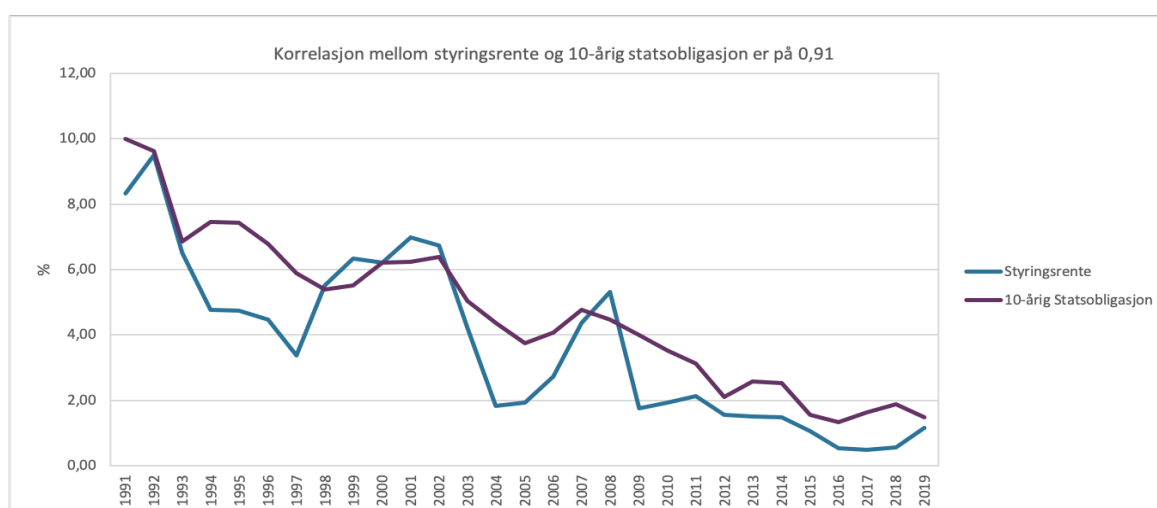
Den usystematiske risikoen derimot, kjennetegnes ved at den kan diversifiseres bort (konvergere mot null), eksempelvis risiko knyttet til det operasjonelle, bransjen eller tap av dyktig lederskap og ansiennitet. Videre følger det at, markedet vil bare kompensere investorer for systematisk risikoeksponering siden usystematisk risikoeksponering kan elimineres fra porteføljen uten en merkostnad. Derav kan ikke tilbyder av kapital kreve avkastning for å være utsatt for denne formen for risiko. Avkastningskravet som investorer krever, representerer kostnaden for kapital til firmaet. Påkrevd avkastning består av, den risikofrie renten (jf. realavkastning og forventet inflasjonspremie) samt eventuell risikopremie (jf. maturitets-, misligholdelses-, ansiennitets-, og likviditetsrisikopremie).

5.2 Markedets risikopremie

Markedets Risikopremie er den meravkastningen en investor krever på en diversifisert portefølje i forhold til den risikofrie renten. Det er med andre ord en risiko som tillegges ved å investere utover statsobligasjoner med en tidshorisont på 10 år. I 2019 gjennomførte PWC en undersøkelse i samarbeid med Norske Finansanalytikerens Forening (NFF) om det norske markedets risikopremie. Undersøkelsen kom frem til en uendret risikopremie fra tidligere år på 5% (PWC, 2019). Vi finner ovennevnte undersøkelse tilstrekkelig, og benytter derfor markedets risikopremie på 5% i beregning av Capital Asset Pricing Model (CAPM)

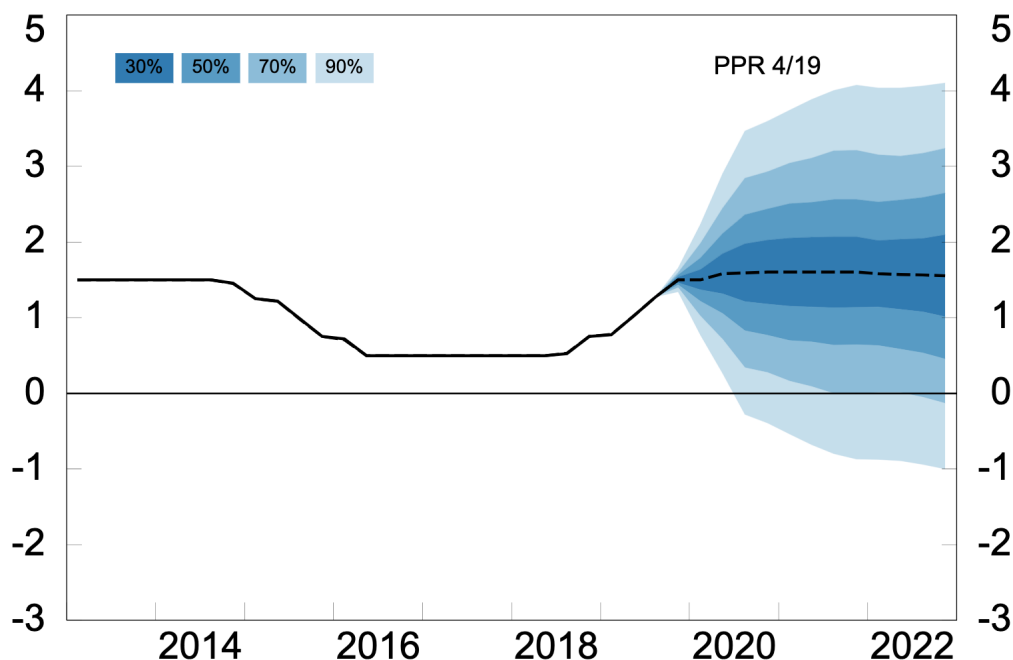
5.3 Risikofri rente

Risikofri rente er den avkastningen som oppnås på sikre investeringer, med andre ord er det full sikkerhet for å oppnå nominell avkastning (PWC, 2019). Norske statsobligasjoner betraktes så godt som risikofrie, siden sannsynligheten for mislighold fra den norske stat er særdeles liten. Den risikofrie renten fluktuerer i samsvar med styringsrenten, ettersom styringsrenten settes med hensyn til den økonomiske situasjonen, fremtidsutsikter og inflasjonsmål. Fra grafen under ser man en sterk positiv samvariasjon på hele 0,91, det vil si at det eksisterer en statistisk sammenheng mellom styringsrenten og 10-årig statsobligasjoner (Norges Bank, 2019)



Figur 15: Korrelasjon styringsrente og risikofri rente

I tidligere nevnt undersøkelse av PWC ble det rapportert at 34% av respondentene benytter 10-årig statsobligasjon for beregning av risikofri rente (PWC, 2019). Da styringsrenten og statsobligasjoner har sterk korrelasjon, velger vi å ta hensyn til nedenstående graf, som illustrerer Norges Bank sin prognose for rentebanen frem til 2022. 10-årig statsobligasjoner per 31.12.2019 var på 1,55%, men på bakgrunn av en forventet marginal økning i styringsrenten mener vi at en risikofri rente på 1,65% gjenspeiler den økonomiske situasjonen frem til 2022, og velger derfor å bruke denne til utregning av CAPM (Norges Bank, 2019).



Figur 16 (Norges Bank, 2020)

5.4 Aksjebeta

Betakoeffisienten er et mål på volatiliteten, eller den systematiske risikoen, for en enkelt aksje i forhold til markedet som en helhet (Investopedia, 2019). Markedsbetaen vil alltid være 1 da den er et gjennomsnittstall av alle enkeltaksjers beta som er i markedet. Det betyr at dersom en aksjes beta er lik 1 vil avkastningens risiko være like stor som risikoen til markedet, og en økning i markedskursen på 10% vil øke aksjekursen tilsvarende med 10%. En beta på 1 betyr at aksjen har systematisk risiko, men en kan ikke finne usystematisk risiko.

En høyere beta vil si at risikoen tilknyttet denne aksjens avkastning er høyere enn markedets. Å legge til en aksje med en beta høyere enn 1 til en diversifisert markedsportefølje betyr at risikoen og forventet avkastning tilknyttet denne porteføljen øker.

En lavere beta vil tilsi det motsatte som en høyere beta, og aksjen vil være mindre volatil enn markedet. Beta lik 0 betyr at det ikke er noen samvariasjon mellom aksjen og markedet. Det betyr at det ikke er noe systematisk risiko tilknyttet aksjen. Man kan også ha en negativ beta. En beta lik -1 betyr at aksjen er perfekt negativt korrelert med markedet.

Formelen for å regne ut betaen for én enkelt aksje er:

$$\beta_j = \frac{Cov(R_j, R_m)}{Var(R_m)}$$

Formelen finner beta for aksje j ved å finne kovariansen mellom avkastningen til aksjen og markedet og dividere på variansen til markedets avkastning.

Til å representere markedet har vi valgt hovedindeksen på Oslo Børs (OSEBX), og vi har hentet ut daglige aksjepriser fra de siste 10 årene for SalMar og hovedindeksen. Disse plottet vi inn i et felles Excel-ark og fikk følgende verdier å regne med:

Kovarians SalMar og OSEBX	0,000074046
Varians OSEBX	0,000125128
Beta SalMar	0,591759267
β (justert med tillitstall)	0,864

Tabell 13: Beta

Over ser vi veldig lave verdier for kovariansen mellom SalMar-aksjen og hovedindeksen på Oslo Børs og variansen til hovedindeksen. Regner vi ut betaen slik som i formelen fra forrige avsnitt finner vi en beta på rundt 0,59. Problemet er måten beta estimeres på. Betaen baserer seg på historisk korrelasjon som ikke tar høyde for eventuelle tilfeldigheter som muligens ikke vil gjenta seg i framtiden (Kaldestad, 2017).

Siden markedets beta alltid vil være 1 er det vanlig å tillegge den utregnede betaen et tillitstall som viser til hvor mye en kan stole på den beregnede betaen. 1 - tillitstallet multipliseres med markedets beta = 1 og man finner en justert beta. I beregningen av vår beta har vi valgt å tillegge vår utregnede beta et tillitstall på 1/3. Basert på dette tillitstallet får vi en oppjustert beta lik 0,864. Det betyr at SalMar aksjen er mindre volatil enn markedet som betyr at den har antatt lavere risiko, og gir forventet lavere avkastning.

5.5 CAPM

Capital Asset Pricing Model (videre kalt CAPM) beskriver forholdet mellom systematisk risiko og forventet avkastning på verdipapirer, som for eksempel aksjer (Investopedia, 2019). CAPM er mye brukt innenfor finans og benyttes for å beregne avkastningskrav på egenkapitalen til risikable verdipapirer. I formelen inngår investorers krav på betaling i form av pengers tidsverdi samt den påtatte risikoen ved å investere i risikable verdipapirer. Formelen er som følger:

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

Der:

R_e = forventet avkastning på egenkapital

R_f = risikofri rente – betaling for pengers tidsverdi

R_m = markedsavkastning – betaling for ekstra påtatt risiko

B = verdipapirets beta

For å beregne den risikofrie renten har vi valgt å justere renten på en 10 års norsk statsobligasjon som per 30.12.19 er på 1,55% til 1,65%. (Norges Bank, 2020). ($R_m - R_f$) refererer til markedets risikopremie som vi, forklart i avsnitt 5.2, har satt til 5%. Til slutt er betaen den verdien vi regnet ut i avsnitt 5.4 på 0,864. Putter vi disse tallene inn i formelen for CAPM finner vi en forventet avkastning på egenkapitalen lik:

$$R_e = 1,65\% + 5\% * 0,864 = 5,97\%$$

5.6 Gjeldsrenten

For å finne gjennomsnittlig gjeldsrente ser vi på netto rentebærende gjeld og betalte renter de siste årene.

(tall i hele 1000)	2015	2016	2017	2018	2019
Rentebærende gjeld	2 901 793	2 638 170	1 339 631	1 527 700	2 902 100
Rentekostnader	98 780	106 328	106 961	105 100	157 700
Årlig gjennomsnitt	3,404%	4,030%	7,984%	6,880%	5,434%
Gjennomsnittlig rente	5,546%				

Tabell 14: Gjeldsrente

Ut i fra de siste 5 årene med tilgjengelig data i skrivende stund finner vi en total gjennomsnittlig gjeldsrente på 5,546%. Det er ingen signifikante avvik i beregningsgrunnlaget som vi ser det nødvendig å justere for, dermed benytter vi 5,546% som gjeldsrente i videre beregninger. Det er viktig å påpeke at denne beregningen har svakheter med tanke på at gjeldsrenten vi bruker er basert på historisk data, og sier ingenting om fremtidig gjeldsrente. Som nevnt tidligere har Norges Bank meldt om at styringsrenten skal holdes relativt stabil i fremtidige perioder, som indikerer et relativt stabilt rentenivå på lånene til SalMar, men det er på ingen måte sikkert at den holder seg på nåværende nivå i de neste 5 årene.

5.7 WACC (avkastningskrav)

For å finne kapitalkostnaden til SalMar må vi først finne andel gjeld og egenkapital. Vi finner verdien av egenkapitalen ved å regne ut verdien av utestående aksjer pr. 31.12.2019. WACC beregnes på følgende måte:

$$WACC = Egenkapitalandel * CAPM + Gjeldsandel * rente * (1 - skattesats)$$

5.7.1 Verdi av egenkapital og gjeld

Vi benytter formelen for Enterprise Value for å finne den totale verdien av selskapet.

Formelen er som følger:

$$EV = Market\ capitalization + Total\ Debt$$

Per 31.12.2019 hadde SalMar ASA en markedsverdi på 50 905,37 millioner NOK (Oslo Børs, 31.12.2019). Netto rentebærende gjeld er 2 902,1 millioner NOK pr 31.12.2019. Vi får dermed en total verdi på:

$$Enterprise\ Value\ 50\ 905\ 375\ 041 + 2\ 902\ 100\ 000 = 53\ 807\ 475\ 040\ NOK$$

Vi får en egenkapitalandel på 94,61% og gjeldsandel på 5,39%. Selskapsskatten i Norge er på 22%. Vi kan dermed beregne WACC:

$$WACC = 0,9461 * 0,0597 + 0,0539 * 0,0546 * (1 - 0,22) = 5,87\%$$

Vi benytter dermed 5,87% som avkastningskrav når vi skal neddiskontere fremtidig kontantstrøm i DCF-metoden.

6. KONTANTSTRØMANALYSE

I denne delen av analysen skal vi forsøke å prognostisere selskapets fremtidige kontantstrømmer og komme frem til et kursmål basert på beregningene. Vi skiller her mellom å estimere kontantstrømmene på kort og lang sikt. Med kort sikt menes overskuelig fremtid uten at estimatene blir for vage og virkelighetsfjerne, med lang sikt mener vi terminalverdien, også kalt “horizon value”. Det finnes flere måter å beregne kontantstrømmen på, vi velger en “top-down-modell” som tar sikte på å prognostisere de ulike linjene i resultatregnskapet på et overordnet nivå for å komme frem til fri kontantstrøm (Kaldestad og Møller, 2016).

Grunnet usikkerhet i fremtiden og særlig i havbruksbransjen i Norge knyttet til en potensiell økning i skatter, skal vi kun prognostisere 5 år frem i tid, deretter finne en terminalverdi som vi skal beregne ved bruk av Gordons formel. Denne verdien vil deretter neddiskonteres til dagens verdi. Formelen for beregning av aksjeverdien ved bruk av DCF- metoden blir dermed

$$PV = \frac{CF_1}{1+r} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \frac{CF_4}{(1+r)^4} + \frac{CF_5 + \frac{CF_6}{r-g}}{(1+r)^5}$$

6.1 Driftsinntekter

Vi vet at all omsetningen til SalMar kommer fra salg av laks. Det blir dermed naturlig å se på fremtidig slaktevolum og pris på laks som viktige parametere når vi skal gjøre prognosen.

Tabellen under viser sammenhengen mellom laksepris multiplisert med slaktevolumet og driftsinntekten til SalMar de siste 5 årene.

År	Pris	Slaktevolum	Pris*volum	Driftsinntekter
2015	42,09	136400000	5 741 076 000	7 303 506 000
2016	63,1	124100000	7 830 710 000	8 963 239 000
2017	60,88	115600000	7 037 728 000	10 755 452 000
2018	60,76	142500000	8 658 300 000	11 301 338 000
2019	59,15	158000000	9 345 700 000	12 237 600 000

Tabell 15: Driftsinntekter basert på laksepris og slaktevolum

*Tallene fra 2019 er inkludert konsolideringen av 50% av Arnalax i regnskapet, og er dermed ikke sammenlignbare med 2018

Vi brukte disse tallene til å gjøre en regresjonsanalyse, hvor driftsinntekter ble valgt som avhengig variabel og pris*slaktevolum som uavhengig variabel.

Regression Statistics								
Multiple R	0,86177673							
R Square	0,74265913							
Adjusted R Square	0,65687884							
Standard Error	1155088058							
Observations	5							
ANOVA								
	df	SS	MS	F	Significance F			
Regression	1	1,1551E+19	1,1551E+19	8,65768963	0,06039345			
Residual	3	4,0027E+18	1,3342E+18					
Total	4	1,5554E+19						
	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95,0%	Upper 95,0%
Intercept	783967194	3212104266	0,24406655	0,82291875	-9,438E+09	1,1006E+10	-9,438E+09	1,1006E+10
Pris*volum	1,20790092	0,4105162	2,94239522	0,06039345	-0,0985449	2,5143467	-0,0985449	2,5143467

Tabell 16: Regresjonsanalyse

Vi ser her at vi får en R Square på 0,743. Dette tilsier at pris*slaktevolum utgjør ca 74% av variasjonene i driftsinntektene til SalMar. Vi tror at tallet skulle vært enda høyere, men antar at variasjoner i laksepris og kronekurs i løpet av året har skylden for dette, i tillegg til nevnte konsolidering av nytt selskap inn i konsernselskapet til SalMar.

Videre ser vi at resultatet er signifikant på ca 6% nivå. Fra analysen får vi følgende regresjonsligning:

$$\text{Driftsinntekter} = 783\,967\,194 + 1,2079 * (\text{pris} * \text{volum})$$

Denne ligningen benytter vi for å predikere driftsinntektene til SalMar i perioden 2020-2024. Det er stor usikkerhet knyttet til denne prediksjonen, særlig med tanke på usikkerhet rundt valutakurs og laksepris. Konsensus i bransjen er at man får en relativt høy laksepris i 2020 og 2021 drevet av etterspørselsvekst og begrenset vekst i tilbud (SalMar Q4, 2019). Ut over denne perioden er estimatene veldig usikre, vi benytter forward-priser fra FishPool i beregningsgrunnlaget vårt. Videre har vi sett at slaktevolumet til SalMar de siste 5 årene har økt med i gjennomsnitt 4,57%. Vi nedjusterer dette til 3% for å få et moderat estimat, særlig med tanke på det nyinnførte trafikkløssystemet i Norge som bidrar til usikkerhet rundt videre vekst i Norge. Med disse forutsetningene får vi følgende driftsinntekter i perioden.

År	Pris	Slaktevolum	Pris*volum	Prediksjon av driftsinntekter
2020	60,92	162740000	9 914 120 800,00	12 759 242 815,22
2021	62,00	167622200	10 392 576 400,00	13 337 169 773,96
2022	60,00	172650866	10 359 051 960,00	13 296 675 572,09
2023	61	177830392	10 847 653 910,78	13 886 858 317,26
2024	62	183165303,7	11 356 248 831,84	14 501 190 589,61

Tabell 17: Predikerte driftsinntekter

6.2 Kostnadsutvikling

SalMar ASA sine kostnader inkluderer mange ulike elementer, hvorav de mest betydningsfulle og relevante postene er (1) varekostnad, (2) lønnskostnad og (3) andre driftskostnader. Vi har valgt å estimere fremtidige kostnader basert på driftsinntekter, da en økning i driftsinntekter vil med stor sannsynlighet generere høyere kostnader. Dette kan vi for eksempel se ved å beregne korrelasjonen mellom driftsinntekter og varekostnad som er på hele 0,929. Samvariasjonen er sterk positiv, og betyr at høye driftsinntekter ofte vil finnes sammen med høye varekostnader, og vice versa.

Korrelasjon Driftsinntekter & Varekostnad	0,929537294
Korrelasjon Driftsinntekter & Lønnskostnader	0,935810098
Korrelasjon Driftsinntekter & Lønnskostnader	0,740094146

Tabell 18: Korrelasjon mellom driftsinntekter og kostnader

I mill. NOK	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsinntekter	7 326,20	9 030	10 817	11 342,60	12 237,60
Varekostnad	3 563	4 001	4 723	4 586	5 770
Lønnskostnader	766	862	929	1 040	1 203
Andre driftskostnader	1 272,20	1 378	1 585	1 768	1 479
Varekostnad % Driftsinntekter	48,631%	44,307%	43,657%	40,427%	47,150%
Lønnskostnader % Driftsinntekter	10,454%	9,541%	8,589%	9,173%	9,826%
Andre Driftskostnader % Driftsinntekter	17,365%	15,258%	14,651%	15,587%	12,086%
Gjennomsnitt Varekostnad % Driftsinntekter	44,834%				
Gjennomsnitt Lønnskostnader % Driftsinntekter	9,517%				
Gjennomsnitt Andre driftskostnader % Driftsinntekter	14,989%				
Justert Gjennomsnitt Lønnskostnader % Driftsinntekter	9,000%				
Justert Gjennomsnitt Andre driftskostnader % Driftsinntekter	15,500%				

Tabell 19: Historiske gjennomsnitt av relevante kostnadsposter

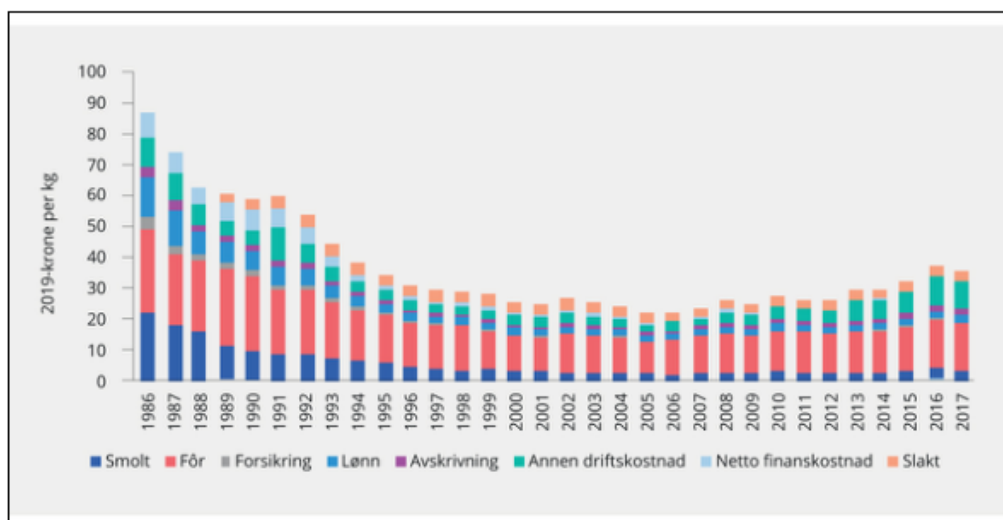
6.2.1 Varekostnad

Varekostnaden har over perioden 2015-2018 hatt en positiv trend, det vil si en nedgang i andel varekostnad sett mot driftsinntekter. Varekostnaden gikk opp fra 40,43% i 2018 til 47,15% i 2019. Hovedårsaken til økningen var tidligere slaktestart enn planlagt mot slutten av året i Midt-Norge. Dette ga negativ påvirkning på kostnader, snittvekt og oppnådd pris (Borchgrevink-Brækhus, 2019).

Gjennomsnittlig varekostnad i perioden er på 44,83%, og ansees som god sammenlignet med bransjens gjennomsnitt for perioden 2011-2016 på 56,9% (Roalsø & Rønningen, 2017).

Kostnader knyttet til fôr utgjør nærmere halvparten av produksjonskostnaden.

Fra grafen under, ser vi en avtakende førkostnad frem til 2005, men har siden økt og stabilisert seg (Regjeringen, 2019).



Figur 17: (Regjeringen, 2019)

SalMar har i lang tid vært best på operasjonell effektivitet i Norge. Selskapet har videre ønsker om å opprettholde status som kostnadsleder, og jobber kontinuerlig for å redusere og kontrollere kostnader på laksens betingelser (Hosteland, 2018). På grunnlag av det nevnte, og en stabil førpris, anslår vi at SalMar sin fremtidige varekostnad vil tilsvare gjennomsnittet i perioden 2015-2019 på 44,83%. På grunn av uforutsigbare biologiske situasjoner er det vanskelig å predikere inntekter og kostnader, og vi mener det derfor er forsvarlig å bruke en prosentandel på 44,834.

6.2.2 Lønnskostnad

I perioden 2015-2018 ser vi en nedgang i den prosentvise andelen av lønnskostnader mot driftsinntekter, fra 10,45% til 9,17%. Ifølge Regjeringen, kan dette forklares ved at arbeidstakernes andel av verdiskapingen i sektoren, altså lønnsandelen, har falt over tid. Det betyr at sektoren har opplevd en betraktelig økning i lønnsomheten, hvor lønnsnivået ikke har økt tilsvarende (Regjeringen, 2019).

Den gjennomsnittlige, prosentvise andelen lønnskostnader av driftsinntekter i perioden 2015-2019 er på 9,517. Vi mener det er naturlig å justere andelen til 9,00% på bakgrunn av en reduserende lønnsandel i sektoren, og bruker denne prosentandelen for å predikere lønnskostnadene fra 2020-2024.

6.2.3 Andre driftskostnader

Andre driftskostnader i regnskapet til SalMar inkluderer poster som vedlikehold, frakt og leveringskostnader og øvrige driftsomkostninger for å nevne noen. Kostnadsposten har en positiv trend i perioden, unntatt økningen i 2018. En vesentlig del av økningen i 2018 skyldtes høyere øvrige driftsomkostnader på grunn av omklassifisering av kostnader til leie av brønnbåter og servicebåter (SalMar, 2018). Gjennomsnittlig andel andre driftskostnader i perioden er på 14,98%. Vi har valgt å justere andelen opp til 15,5%, fordi grafen over viser en økende trend av andre driftskostnader fra og med 2010. Det betyr at andre driftskostnader i perioden 2020-2024 vil tilsvare 15,5% av de predikerte driftsinntektene vist i tabellen under.

I mill. NOK	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Driftsinntekter	12 759,24	13 337,17	13 296,68	13 886,86	14 501,19
Varekostnader	5 721	5 980	5 961	6 226	6 502
Lønnskostnader	1 148	1 200	1 197	1 250	1 305
Andre driftskostnader	1 978	2 067	2 061	2 152	2 248

Tabell 20: Predikerte kostnader

6.3 Avskrivninger, nedskrivninger og investeringer

Avskrivninger og nedskrivninger er ikke fysiske penger som går inn eller ut av selskapet og er slik sett ikke en del av kontantstrømmene vi skal diskontere. Men avskrivninger og nedskrivninger har skattemessig påvirkning på driftsresultatet, og selskapet kan trekke ut avskrivningene i skatteberegningene sine. På den måten får selskapet en lavere skatt å betale og driftsresultatet som inngår i kontantstrømmene blir høyere. For å estimere kontantstrømmene for de fem neste årene velger vi å se på hvordan avskrivningene har vært de siste fem årene og finner avskrivningene som en prosentandel av driftsinntektene som vi kan regne på i framtiden.

Investeringer vil være fysiske penger som går ut av selskapet og vil på den måten påvirke kontantstrømmene. Da investeringer gjerne ikke er en stabil pengestrøm, men et element som kan endre seg fra år til år ettersom ulike hendelser kan oppstå som fører til at nødvendige investeringer må tas, vil dette være en post som er vanskelig å predikere framover. Vi vil allikevel se på tidligere data og investeringer som er foretatt for å få en indikasjon på hvor høy andel av driftsinntektene som går til investeringer.

<i>I mill. NOK</i>	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsinntekter	7 326,20	9 030,80	10 817,20	11 342,60	12 237,60
Varige driftsmidler (IB)	2017,60	2412,00	3137,50	3604,80	3591,50
Avskrivninger/nedskrivninger	321,40	358,00	418,60	487,80	718,40
Investeringer	715,80	1083,50	885,90	474,50	1496,80
Varige driftsmidler (UB)	2412,00	3137,50	3604,80	3591,50	4369,90
Prosentandel avskrivninger/nedskrivninger	0,0439	0,0396	0,0387	0,0430	0,0587
Gjennomsnitt avskrivn/nedskrivn	0,0448				
Korrelasjon avskrivn/nedskrivn driftsinntekter	0,8499				
Justert vekst avskrivn/nedskrivn	0,04				
Prosentandel investeringer	0,0977	0,1200	0,0819	0,0418	0,1223
Gjennomsnitt investeringer	0,0927				
Korrelasjon investeringer	0,34272				
Justert vekst investeringer	0,07				

Tabell 21: Historiske gjennomsnitt av avskrivninger, nedskrivninger og investeringer

Over ser vi balansen for de varige driftsmidlene. Basert på tallene for varige driftsmidler IB og UB i tillegg til avskrivningene har vi funnet investeringene for de siste 5 årene. Videre beregner vi avskrivninger/nedskrivninger og investeringene som en prosentandel som driftsinntektene og finner et gjennomsnittstall vi skal bruke videre i estimatene våres.

Dette blir henholdsvis 4,48% for avskrivninger/nedskrivninger og 9,27% for investeringene. Det kan virke urealistisk at investeringer skal øke med en konstant vekst årlig når vi ser at det har vært en ujevn vekst de siste fem årene. Det vil også være lite sannsynlig at investeringene skal vokse med 10% av driftsinntektene årlig og korrelasjonen mellom driftsinntekter og investeringer underbygger dette. Vi velger derfor å justere ned denne til 7%.

I tillegg vil veksten til avskrivningene være preget av uvanlig store avskrivninger for 2019 og snittet deres vil lyve noe. Allikevel er korrelasjonen ganske høy som begrenser grunnlaget vårt for å nedjustere vekstfaktoren. Vi velger derfor å justere denne ned fra 4,48% til 4%.

Med disse vekstfaktorene for fremtidige avskrivninger/nedskrivninger og investeringer, får vi følgende estimater.

År	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Driftsinntekter	12 759,24	13 337,17	13 296,68	13 886,86	14 501,19
Avskrivninger og nedskrivninger	510,37	533,49	531,87	555,47	580,05
Investeringer	893,15	933,60	930,77	972,08	1 015,08

Tabell 22: Predikerte avskrivninger, nedskrivninger og investeringer

6.4 Leverandørgjeld, Varelager og Kundefordringer

6.4.1 Leverandørgjeld

Normal forfallstid på konsernets leverandørgjeld er netto pr. 30 dager, med unntak av leverandørgjeld knyttet til kjøp av fôr som har lengre kredittid ettersom konsernet inngikk en avtale med selskapets fôrleverandører om forlengelse av førkreditt fra 2015. Konsernet klassifiserer likevel fôr som leverandørgjeld og endringen inngår i operasjonelle aktiviteter i kontantstrømoppstillingen. (SalMar ASA, 2018)

SalMar har finansielle instrumenter som leverandørgjeld o.l. som er direkte knyttet til virksomhetens daglige drift, noe som kan tyde på at leverandørgjelden i noe grad øker i samsvar med økende varekostnader, som igjen er sammenfallende med økende driftsinntekter. Dessverre angir en mindre solid korrelasjon, her 0,4463, et vesentlig avvik og større uavhengighet. Vi vet fra tidligere i fremstillingen at kostnader knyttet til fôr utgjør nærmere halvparten av produksjonskostnaden, dessuten har vi siden 2005 sett en førkostnad som har økt og stabilisert seg, ref. figur 17. Som følge av større kostnader knyttet til leverandørgjeld har vi tatt utgangspunkt i en gjennomsnittlig andel av varekostnader på 30,19% ved estimering av leverandørgjelden, underbygget av førnevnt fakta. Dette reflekteres i stor grad i leverandørgjelden framstilt i tabellen under.

I mill. NOK	2015	2016	2017	2018	2019
Varekostnad	3 562,80	4 000,80	4 722,50	4 585,50	5 770,00
Leverandørgjeld	649,27	1 199,40	2 489,75	1 194,76	1 383,30
Endring Leverandørgjeld	239,79	550,13	1 290,35	-1 294,99	188,54
Andel av Varekostnad (Leverandørgjeld/Varekostnad)	18,22%	29,98%	52,72%	26,06%	23,97%
Korrelasjon	0,446342082				
Gjennomsnitt	30,19%				

I mill. NOK	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Varekostnad	5 720,53	5 979,64	5 961,48	6 226,09	6 501,52
Leverandørgjeld	1 727,06	1 805,29	1 799,81	1 879,69	1 962,85
Endring Leverandørgjeld	343,76	78,23	-5,48	79,89	83,15

Tabell 23: Predikering av leverandørgjeld

*merk endring leverandørgjeld 2015 er kalkulert ved å trekke fra et beløp på NOK 409, 485 millioner fra 2014.

*virkelig verdi av leverandørgjeld er tilnærmet lik balanseført verdi.

6.4.2 Varelager

Varebeholdningen består av fôr, emballasje, rogn, yngel, settefisk, rensefisk, levende fisk i sjø og foredlet fisk. Beholdningen av fôr, emballasje, rogn, yngel, settefisk, rensefisk og foredlet fisk vurderes til laveste av kostpris og netto realisasjonsverdi. Gjennom 2018 bygde SalMar opp arbeidskapitalen med NOK 602,6 millioner, hvorav den største andelen var knyttet til økt biomasse og ferdigvarelager. (SalMar ASA, 2018)

Varelageret er sammensatt av råvarer, ferdigvarer og biologiske eiendeler, hvorav biologiske eiendeler er bestående av historisk kost samt verdjustert biomasse. Jamt over ser man at andelen av driftsinntekter (varelager/driftsinntekter) har ligget marginalt omkring 50%, foruten variasjonen 2016-2017.

Meget stabilt, og tilnærmet proporsjonalt med driftsinntektene dersom man ser bort ifra avvikene, avspeilet av den avviks-inklusive korrelasjonen på 0,812. Et verdifullt samsvar siden det er endringen vi fokuserer på. Vi fant, for øvrig, en gjennomsnittlig varelagerandel på 49,89% av driftsinntektene, som ble tatt i bruk under prediksjonen.

I mill. NOK	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsinntekter	7 326,20	9 029,80	10 817,20	11 342,60	12 237,60
Varelager	3 634,30	5 221,80	4 394,60	5 765,50	6 189,50
Endring Varelager	313,20	1 587,50	-827,20	1 370,90	424,00
Andel av Driftsinntekter (Varelager/Driftsinntekter)	49,61%	57,83%	40,63%	50,83%	50,58%
Korrelasjon Driftsinntekter & Varelager	0,812166037				
Gjennomsnitt	49,89%				

I mill. NOK	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Driftsinntekter	12 759,24	13 337,17	13 296,68	13 886,86	14 501,19
Varelager	6 366,09	6 654,44	6 634,24	6 928,70	7 235,21
Endring Varelager	176,59	288,35	-20,20	294,46	306,51

Tabell 24: Predikering av varelager

*endring varelager 2015 er kalkulert ved å trekke fra et beløp på NOK 3 321,1 millioner fra 2014.

*råvarer består i hovedsak av fôr til settefisk og matfisk-produksjon. I tillegg inngår råvarer til bruk i bearbeiding, samt emballasje. *beholdning av biologiske eiendeler er knyttet til SalMars oppdrettsvirksomhet på land og i sjø og består av rogn, yngel, settefisk, rensefisk og fisk i sjø.

*ferdigvarer består av hel laks, fersk og frossen, samt bearbeidede lakseprodukter

6.4.1 Kundefordringer

SalMar viser profesjonelt fokus og aversjon overfor risiko. SalMar har inngått terminforretninger for i størst mulig grad å redusere valutarisikoen på utestående kundefordringer. Konsernet kredittforsikrer i utgangspunktet kundefordringer og avsetter for forventet tap på den andelen som ikke er forsikret. Kundefordringer er oppført til pålydende etter fradrag for avsetning til forventet tap; som gjøres på grunnlag av en individuell vurdering av de enkelte fordringene. (SalMar ASA, 2018)

SalMar har finansielle instrumenter som kundefordringer o.l. som er direkte knyttet til virksomhetens daglige drift, noe som kan tilsi at kundefordringer i noe grad øker i proporsjon med økende omsetning. Beklageligvis indikerer en mindre solid korrelasjon, her $-0,3542$, et anselig avvik og større uavhengighet. En negativ korrelasjon forklares ved at SalMar inngikk en avtale med en finansinstitusjon om utkjøp av kundefordringer i 2016. Finansinstitusjonen overtar det aller vesentligste av risikoen for fordringen fra tidspunktet ved overdragelsen. Relativ nedgang i kundefordring i forhold til omsetning tyder på smart og pålitelig drift av SalMar. Som følge av SalMars forsvarlige behandling av kundefordringer og påfølgende lavt endringsforløp, har vi tatt utgangspunkt i gjennomsnittlig andel av driftsinntektene på $6,79\%$ som anslag i våre beregninger; opplagt gjeldende for kundefordringene tilvirket i tabellen under.

I mill. NOK	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsinntekter	7 326,20	9 029,80	10 817,20	11 342,60	12 237,60
Kundefordringer	815,50	595,80	501,10	630,10	739,40
Endring Kundefordringer	-72,70	-219,70	-94,70	129,00	109,30
Andel av Driftsinntekter (Kundefordringer/Driftsinntekter)	11,13%	6,60%	4,63%	5,56%	6,04%
Korrelasjon Driftsinntekter & Kundefordringer	-0,354284061				
Gjennomsnitt	6,79%				

I mill. NOK	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Driftsinntekter	12 759,24	13 337,17	13 296,68	13 886,86	14 501,19
Kundefordringer	866,58	905,84	903,09	943,17	984,89
Endring Kundefordringer	127,18	39,25	-2,75	40,08	41,72

Tabell 25: Predikering av kundefordringer

*endring kundefordringer 2015 er kalkulert ved å trekke fra et beløp på NOK 888, 219 millioner fra 2014.

*virkelig verdi av kundefordringer er tilnærmet lik balanseført verdi.

6.8 Fri kontantstrøm

Basert på tallene funnet i denne delen av oppgaven predikerer vi de årlige kontantstrømmene til å se slik ut (alle tall i mill. NOK).

I mill NOK	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Driftsinntekter	12 237,60	12 759,24	13 337,17	13 296,68	13 886,86	14 501,19
Varekostnad	-5 770	-5 721	-5 980	-5 961	-6 226	-6 502
Lønnskostnader	-1 203	-1148	-1200	-1197	-1250	-1305
Andre driftskostnader	-1 479	-1978	-2067	-2061	-2152	-2248
EBITDA	3 785,60	3 912,24	4 090,17	4 077,68	4 258,86	4 446,19
Avskrivninger/nedskrivninger	-718,40	-510,37	-533,49	-531,87	-555,47	-580,05
EBIT(Operasjonelt driftsresultat)	3 067,20	3 401,87	3 556,68	3 545,81	3 703,39	3 866,14
Skatt (22%)	-674,784	-748,4114	-782,4696	-780,0782	-814,7458	-850,5508
Driftsresultat etter skatt	2 392,42	2 653,46	2 774,21	2 765,73	2 888,64	3 015,59
Avskrivninger/nedskrivninger	718,40	510,37	533,49	531,87	555,47	580,05
Endring arbeidskapital	-345,76	-39,99	-249,38	-17,47	-254,66	-265,07
Investeringer	-1496,8	-893,15	-933,60	-930,77	-972,08	-1 015,08
Fri kontantstrøm (DCF)	1 268,26	2 230,69	2 124,72	2 349,36	2 217,37	2 315,49

Tabell 26: Frie kontantstrømmer

Vi ser at kontantstrømmene vil øke kraftig fra 2019 til 2020, i stor grad grunnet investeringer og av- og nedskrivninger, men veksten stabiliserer seg etter 2020.

6.9 Terminalverdi

Verdien av et selskap basert på frie kontantstrømmer består av de diskonterte frie kontantstrømmene fram til et gitt tidspunkt i fremtiden. Fra og med dette tidspunktet beregnes en terminalverdi som betegnes som selskapets verdi fra og med etter siste beregnede kontantstrøm (Investopedia, 2020). Terminalverdien vil være den klart største delen av selskapets verdi og vil derfor være viktig ved beregningen av SalMars aksjekurs.

Terminalverdien beregnes ved Gordons formel:

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

Hvor:

CF = estimert kontantstrøm i 2024

r = WACC beregnet tidligere i oppgaven, 5,87%

g = vekstfaktoren

En liten endring i “g” vil gi store utslag i terminalverdien og da også aksjekursen. Dersom vi ser på de predikerte driftsinntektene kan vi få en pekepinn på hva veksten bør være.

År	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Driftsinntekter	12 237,60	12 759,24	13 337,17	13 296,68	13 886,86	14 501,19
Vekst driftsinnt		0,0426	0,0453	-0,0030	0,0444	0,0442
Snitt	0,0347					

Tabell 27: Gjennomsnittlig vekst av predikerte driftsinntekter

Vi ser her at gjennomsnittlig vekst i driftsinntektene er på ca. 3,47%. Når man velger å bruke en konstant vekst i utregningen av terminalverdi må man være realistisk med hensyn til hvilke utfordringer som legges til grunn i beregningen av vekstfaktoren. Med en høy vekst vil terminalverdien kunne bli svært høy. En vekstfaktor på 3,47% vil antyde at veksten videre i framtiden vil være slik den er nå. De siste 5 årene har oppdrettsbransjen vært i sterk vekst, og kanskje også en unormalt sterk vekst relativt til en lengre tidshorison. Som nevnt tidligere i oppgaven antar eksperter at tilbudet av laks ikke vil kunne møte etterspørselen i overskuelig fremtid, fordi produsentene er i nærheten av maksimal produksjonskapasitet. Selv om dette vil indikere en høyere pris for å skape likevekt, vil prisøkningen også være begrenset da markedets konkurranse er kostnadsbasert og oppdrettsselskapene kan ikke øke prisene sine ubegrenset. En kan derfor forvente at man kommer til å oppleve vekst også i framtiden, men at den vil avta. Vi velger å se på teoretiske prinsipper for å få noen indikatorer på hvor vekstraten bør ligge:

1. vekstraten bør ikke være høyere enn inflasjonen (Kaldestad, 2017).
2. vekstraten bør ikke være høyere enn nominell vekst i BNP (Kaldestad, 2017)

Punktene baserer seg på den tanken om at det som oftest er nyetablerte bedrifter som har stor vekst og på den måten påvirker BNP og inflasjon mer enn allerede etablerte bedrifter. Ser vi på tallet vårt på 3,47% ligger dette over både inflasjon og BNP, som ligger på omtrent 2,3%-2,5% (SSB, 2020). For å bestemme vekstraten til SalMar ser vi på den strategiske analysen fra tidligere. Av analysen fremkommer det at havbruksindustrien har høye etableringsbarrierer, med en økende etterspørsel etter laks og begrenset tilbudsvekst i årene som kommer. Vi kan ut ifra analysen anta at SalMar vil oppleve relativt sterk vekst i overskuelig fremtid, ettersom store deler av etterspørselsveksten i næringen vil fylles av eksisterende bedrifter. Disse faktorene sett i sammenheng med gjennomsnittlig vekst de siste 5 årene, velger vi å sette vekstraten til 2%.

7. FUNDAMENTAL ANALYSE

7.1 Verdsettelse etter DCF-metoden

De fremtidige kontantstrømmene er diskontert i tabell 28.

WACC	0,0587						
g	0,0200						
År	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Terminalverdi
Fri kontantstrøm (DCF)	1 268,26	2 230,69	2 124,72	2 349,36	2 217,37	2 315,49	59831,76
Årlig nåverdi	1197,94	1990,18	1790,54	1870,07	1667,15	1644,39	42490,74211
Sum nåverdi	52651,01						
Rentebærende gjeld	1527,7						
Verdi EK	51123,31						
Utestående aksjer	113 299 299						
Verdi per aksje	451,22						

Tabell 28: DCF-modell

Vi får en estimert nåverdi på NOK 52 651 011 086,02 basert på de frie kontantstrømmene og terminalverdien. For å finne egenkapitalen må vi trekke fra netto finansiell gjeld. Denne vises som netto rentebærende gjeld i regnskapet, og var per 01.01.2019 på 1 527 700 000. Vi får da en verdi på egenkapitalen lik 51 123 311 086,02. Ved utgangen av 2019 hadde SalMar totalt 113 299 299 utestående aksjer. Gitt våre estimater og beregninger får vi en aksjekurs lik

$$\frac{51\,123\,311\,086,02}{113\,299\,299} = 451,22 \text{ NOK}$$

Ser vi vår beregnede aksjekurs opp mot aksjekursen markedsverdi per 31.12.2019 på kr. 449,30 har vi beregnet at SalMars aksje var underpriset med ca. 0,5%.

7.2 Sensitivitetsanalyse

Det er viktig å presisere at flere av estimatene våre har flere svakheter og mesteparten av estimatene våre er gjort basert på historiske data som sjelden gir et korrekt resultat for fremtidige beregninger. I tillegg vil vekstfaktoren vår (g) og usikkerheten rundt driftsinntektene som avhenger av de predikerte lakseprisene for framtiden, er det flere faktorer som kan variere fra våre estimerte verdier. Vi utfører derfor en sensitivitetsanalyse der vi ser hvordan aksjekursen endrer seg når vi endrer vekstfaktoren (g) og totalkapitalkostnaden (WACC).

g/WACC	0,052	0,054	0,056	0,058	0,0587	0,06	0,062
0,005	399,04	381,84	365,99	351,34	346,47	337,75	325,12
0,010	437,23	416,41	397,40	379,98	374,22	363,95	349,15
0,015	485,74	459,84	436,47	415,27	408,31	395,96	378,29
0,020	549,41	516,05	486,40	459,86	451,22	435,98	414,38
0,025	636,67	591,64	552,43	517,96	506,87	487,44	460,21
0,030	763,58	698,73	643,85	596,81	581,90	556,04	520,37

Tabell 29: Sensitivitetsanalyse av vekstfaktor og totalkapitalkostnad

Markert i grønn ser vi vårt estimat basert på vår beregning av WACC og vekstfaktor. Som vi ser av tabellen vil en liten endring i avkastningskravet (her ved intervall på 0,2%) og vekstfaktoren (intervall på 0,5%) gi store utslag i aksjeprisen.

Endringer i fremtidig laksepris vil også gi store utslag i estimert aksjekurs. Da det er knyttet stor usikkerhet til fremtidig laksepris velger vi å inkludere en tabell som viser hvordan vårt kursestimat endrer seg hvis vi endrer på beregningsgrunnlaget vårt.

Delta laksepris	Aksjekurs	Delta Aksjekurs
-10%	242,95	-46,2%
-8%	284,60	-36,9%
-6%	326,26	-27,7%
-4%	367,91	-18,5%
-2%	409,57	-9,2%
0%	451,22	0,0%
2%	492,88	9,2%
4%	534,54	18,5%
6%	576,19	27,7%
8%	617,85	36,9%
10%	659,50	46,2%

Tabell 30: Sensitivitetsanalyse av endring i lakseprisen

Vi har i denne tabellen valgt å ta med endringer på at lakseprisen kan endres med +/- 10% og ser at en endring i lakseprisen på så mye som +/-10% vil endre aksjekursen med 46,2% basert på vår utregning av driftsinntekter. Basert på at lakseprisen i stor grad er styrt av eksterne faktorer, som ingen av produsentene kan kontrollere, er det knyttet stor usikkerhet til nettopp dette. Som vist tidligere er det i tillegg knyttet stor usikkerhet til kronekursen, som igjen påvirker lakseprisen i NOK. Det er derfor viktig å understreke at det er knyttet betydelig usikkerhet til vårt kursestimat basert på variablene som inngår i beregning.

8. KOMPARATIV VERDSETTELSE

En annen tilnærming til verdsettelse av et selskap er å gjennomføre en multiplikatoranalyse, hvor man ser på den relative prisingen av sammenlignbare selskaper i bransjen, såkalte «peers». Analysen gjøres ved å ta utgangspunkt i poster fra balansen, resultatregnskap etc, som deretter multipliserer med en faktor basert på bransjegenomsnittet. Dette vil gi et estimat på verdien til et selskap. Det er vanlig å komme frem til et endelig verdiestimat på bakgrunn av flere relevante multipler (Kaldestad og Moller, 2016).

Et av hovedargumentene mot metoden er utfordringen i å finne komparative selskaper, siden et komparativt selskap sjeldent er direkte sammenlignbart med det selskapet man ønsker å finne verdien til. I tillegg kan overdreven benyttelse av metoden føre til irrasjonell begeistring, på engelsk «irrational exuberance». Begrepet «irrational exuberance» betyr at markedet som helhet er overvurdert. Dette vil føre til at selskaper i markedet er riktig priset i forhold til hverandre, men for høyt priset totalt sett. (Shiller, 2015).

På en annen side kan det være fordelaktig å inkludere en multiplikatoranalyse når man verdsetter et selskap. Ettersom en fundamental verdsettelse er sensitiv for inputvariabler eksisterer det betydelig usikkerhet til verdiestimatet. Det er derfor naturlig å benytte en supplerende verdivurdering for å skape tillit til det endelige kursmålet (Roalsø & Rønningen, 2017). Verdiestimatene fra den fundamentale verdsettelsen og multiplikatoranalysen blir avslutningsvis vektet, hvor de utgjør det samlede verdiestimatet for SalMar ASA.

De sammenlignbare selskapene vi benytter i analysen er Mowi, Norway Royal Salmon og Grieg Seafood. Selskapene er valgt på bakgrunn av at alle har lakseoppdrett som hovedinntektskilde, i tillegg befinner SalMar seg i mellomsjiktet av selskapene med tanke på omsetning og nåværende markedsverdi. Vi har valgt å anvende generelle multipler som P/E, P/B, EV/EBITDA, EV/EBIT, og EV/KG, som er en populær bransjespesifikk multiplertippel.

8.1 Price-to-Earnings Ratio - P/E Ratio

P/E-ratio eller på norsk «pris til fortjeneste» er i praksis en av de mest brukte multiplene. Multiplene er et forholdstall som antyder hva markedet er villige til å betale for selskapets fortjeneste på et gitt tidspunkt. Analytikere og investorer undersøker et selskaps PE/-ratio når de gjør en vurdering om aksjeprisen representerer predikerte resultater per aksje (Nordnet, 2019). Formelen for pris til fortjeneste er som følger:

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

Price-to-Earnings	SalMar	Mowi	Norway Royal Salmon	Grieg Seafood
Aksjekurs	449,30	228,20	239,20	140,30
Resultat per aksje (EPS)	22,03	9,75	32,47	4,49
Multiplikator	20,39	23,40	7,37	31,25

Gjennomsnittlig Peers - P/E	20,67
-----------------------------	-------

Tabell 31: PE ratio

Norway Royal Salmon skiller seg ut med en veldig lav P/E-verdi på 7,37. Den lave multiplikatoren indikerer at aksjen er relativt billigere sammenlignet med bransjen som har en multiplere på 20,67. På motsatt side har Mowi og Grieg en P/E over gjennomsnittet, noe som nødvendigvis ikke betyr at selskapene er overvurdert, men at markedet forventer en høyere vekst i fremtiden. Pris til fortjeneste multiplikatoren til SalMar er omtrent lik bransjens multiplikator, som antyder en «riktig» priset aksjekurs for SalMar. Ved bruk av P/E-multiplere er det viktig å ha i bakhodet at forskjeller i kapitalstruktur ikke blir tatt hensyn til.

For å estimere SalMar sin aksjekurs basert på P/E multiplere forekommer følgende formel:

$$\text{Aksjekurs} = \text{Bransjesnittets P/E} \times \text{Resultat per aksje}$$

$$\text{Aksjekurs} = 20,67 \times 22,03 \text{ kr} \approx 455,4 \text{ kr}$$

8.2 Price-to-Book - P/B Ratio

P/B er en mye brukt prismultiplum blant analytikere og investorer. Multiplikatoren gir en indikator på hvordan markedsverdien til egenkapitalen er priset i forhold til den bokførte verdien av egenkapitalen, med andre ord, hvordan markedet verdsetter de bokførte verdiene som finnes i selskapet. (Roalsø & Rønningen, 2017)

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

Price-to-Book	SalMar	Mowi	Norway Royal Salmon	Grieg Seafood
Bokført egenkapital	9 740 100 000	28 499 341 500	3 357 040 000	4 143 027 000
Antall aksjer	113 299 299	517 111 091	43 572 191	111 662 000
Aksjekurs	449,30	228,20	239,20	140,30
Bokført egenkapital per aksje	86	55	77	37
Multiplikator	5,23	4,14	3,10	3,78
Gjennomsnittlig Peers - P/B	3,68			

Tabell 32: PB ratio

Ved å sammenligne forholdstallet med komparative selskaper kan man undersøke i hvilken grad et selskap er over- eller underpriset i forhold til konkurrentene. Det finnes ingen generell norm for hva en «god» P/B ratio er, da multiplum varierer over sektorer grunnet forskjeller i kapitalintensitet. SalMar har en P/B-multiplum på 5,23 som betyr at aksjen koster 5,23 ganger selskapets bokførte egenkapital. Dette er en noe høyere multiplum enn de komparative selskapene, som kan være et tegn på at markedet forventer videre vekst. På den andre siden kan den høye P/B-multiplum være et signal på at aksjen er overpriset, enten at markedsverdien er overvurdert eller at den bokførte verdien av egenkapitalen er undervurdert. Mowi har en marginalt høyere multiplum enn Grieg Seafood og trekker dermed bransjemultiplum opp, mens Norway Royal Salmon har en noe lavere multiplum.

For å estimere SalMar sin aksjekurs basert på P/B multiplum forekommer følgende formel:

$$\text{Aksjekurs} = \text{Bransjesnittets P/B} \times \text{Bokført verdi per aksje}$$

$$\text{Aksjekurs} = 3,68 \times 86 \text{ kr} \approx 316,5 \text{ kr}$$

8.3 EV/EBITDA

EV/EBITDA er mye anvendt multiplenummer ved kjøp og salg av selskaper. Forholdstallet gjør det mulig å sammenligne den underliggende driften til komparative selskaper og hvordan denne er verdsatt av markedet inklusive kreditorer. Enterprise value (EV) er markedsverdien til et selskap pluss netto rentebærende gjeld, mens EBITDA er resultat før renter, skatt, av-og nedskrivninger. En av fordelene ved bruk av EV/EBITDA-multiplenummeren er at denne eliminerer forskjeller i kapitalstrukturen ved å inkludere netto finansiell gjeld, i motsetning til prismultiplene P/E og P/B som sammenligner på tvers av kapitalstruktur (Hayes, 2019).

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

EV/EBITDA	SalMar	Mowi	Norway Royal Salmon	Grieg Seafood
Markedsverdi av egenkapital	50 905 375 041	118 004 750 966	10 422 468 087	15 666 178 600
Netto rentebærende gjeld	2 902 100 000	13 174 763 000	33 073 000	2 376 000 000
Virksomhetsverdi (EV)	53 807 475 041	131 179 513 966	10 455 541 087	18 042 178 600
EBITDA	3 786 000 000	8 616 011 250	629 606 000	1 498 157 000
Multiplikator	14,21	15,23	16,61	12,04
Gjennomsnittlig Peers - EV/EBITDA	14,62			

Tabell 33: EV/EBITDA

En god EV/EBITDA-multiplenummer bør ligge under 7,5, men vær oppmerksom på at denne multiplenummeren varierer over sektorer (Hayes, 2019). Bransjemultiplenummeren er som forventet høy, siden oppdrettsnæringen kan karakteriseres som en høyvekst industri. EV/EBITDA multiplenummeren til SalMar er marginal lavere enn bransjens multiplenummer som underbygger en rettfærdig pris for aksje. Norway Royal Salmon har noe høyere multiplenummer enn Mowi og trekker dermed bransjemultiplenummeren opp, mens Grieg Seafood har en lavere multiplenummer. Multiplenummeren er interessant å sammenligne med EV/EBIT for å se i hvilken grad SalMar er påvirket av av-og nedskrivninger. Forskjellen vil bli diskutert under redegjørelsen av EV/EBIT multiplenummeren.

For å estimere SalMar sin aksjekurs basert på EV/EBITDA multiplenummer forekommer følgende formel.

$$\text{Aksjekurs} = \frac{\text{Bransjensnittets EV/EBITDA} \times \text{EBITDA} - \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Antall aksjer}}$$

$$\text{Aksjekurs} = \frac{14,62 \times 3\,786\,000\,000 \text{ kr} - 2\,902\,100\,000 \text{ kr}}{113\,299\,299} \approx 463,1 \text{ kr}$$

8.4 EV/EBIT

EV/EBIT viser forholdet mellom virksomhetsverdien til et selskap og virksomhetens underliggende drift før finansielle poster og skatt. Det er en fordel at multiplikatoren settes i sammenheng med andre multipler for å vise riktig bilde ettersom metoden neglisjerer risiko (Kaldestad og Møller, 2015).

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

EV/EBIT	SalMar	Mowi	Norway Royal Salmon	Grieg Seafood
Virksomhetsverdi (Enterprise Value)	53 807 475 041	131 179 513 966	10 455 541 087	18 042 178 600
EBIT	3 067 600 000	7 102 667 250	542 802 000	1 087 574 000
Multiplikator	17,54	18,47	19,26	16,59
Gjennomsnittlig Peers - EV/EBIT	18,11			

Tabell 34: EV/EBIT

Ved å sammenligne EV/EBIT med EV/EBITDA ser man innvirkningen av av-og nedskrivning for SalMar. For SalMar er EV/EBIT anslagsvis 23,4% høyere enn EV/EBITDA, mens multiplikaen er 24% høyere for bransjegjennomsnittet. Årsaken til de markante forskjellene kan begrunnes gjennom oppdrettsrelaterte investeringer i post-smoltanlegg, utviklingskonsesjoner og i oppdrettsrelaterte skipsfart (Rune Rolvsjord, 2019). Vi kan konkludere med at driften til oppdrettsselskaper er i stor grad påvirket av av-og nedskrivninger.

For å estimere SalMar sin aksjekurs basert på EV/EBITDA-multiippel forekommer følgende formel:

$$\text{Aksjekurs} = \frac{\text{Bransjesnittets EV/EBIT} \times \text{EBIT} - \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Antall aksjer}}$$

$$\text{Aksjekurs} = \frac{18,11 \times 3\,067\,600\,000 \text{ kr} - 2\,902\,100\,000 \text{ kr}}{113\,299\,299} \approx 464,6 \text{ kr}$$

8.5 EV/KG

EV/KG er en viktig multipl for lakseselskaper, og blir ofte brukt som et produksjonsmål. Multiplikatoren viser forholdet mellom verdien til selskapet og produksjonsnivået, og kan brukes som en illustrasjon av selskapets eksponering mot laksemarkedet.

$$EV/KG = \frac{EV}{Antall\ kilo\ slaktet\ fisk}$$

EV/KG	SalMar	Mowi	Norway Royal Salmon	Grieg Seafood
Virksomhetsverdi (Enterprise Value)	53 807 475 041	131 179 513 966	10 455 541 087	18 042 178 600
Antall kilo slaktet fisk	153 100 000	435 904 000	30 509 000	82 973 000
Multiplikator	351,45	300,94	342,70	217,45
Gjennomsnittlig Peers - EV/KG	287,03			

Tabell 35: EV/KG

EV/KG multiplikatoren til SalMar er betydelig høyere enn bransjens multiplikator. En høy EV/KG multipl er som oftest knyttet til en effektiv produksjon, men når det er sagt, kan dette også antyde en overvurdering av aksjekursen til SalMar. Norway Royal Salmon har noe høyere multiplikator enn Mowi og trekker dermed bransjemultipl opp. Grieg Seafood har en markant lavere multipl, og indikerer en undervurdering av aksjekursen.

Når man sammenligner selskaper basert på EV/KG bør en være oppmerksom på at analysen ikke tar hensyn til selskapenes historikk på drift og lønnsomhet (Berge, 2013). For å estimere SalMar sin aksjekurs basert på EV/KG multipl forekommer følgende formel:

$$Aksjekurs = \frac{Bransjesnittets\ EV/KG \times Antall\ kilo\ slaktet\ fisk - Netto\ rentebærende\ gjeld}{Antall\ aksjer}$$

$$Aksjekurs = \frac{287,03 \times 153\ 100\ 000\ kr - 2\ 902\ 100\ 000\ kr}{113\ 299\ 299} \approx 362,2\ kr$$

8.6 Oppsummering

Det viktigste med den komparative verdsettelsen er å komme frem til et verdiestimat basert på flere relevante multipler. Med bakgrunn i de tidligere delkapitlene er aksjekursen til SalMar beregnet i tabellen nedenfor.

	Kursmål i NOK	Vekt i %	Justert Kursmål i NOK	Vekt i %
P/E	455,4	20,00%	455,4	22,50%
P/B	316,5	20,00%	316,5	10%
EV/EBITDA	463,1	20,00%	463,1	22,50%
EV/EBIT	464,6	20,00%	464,6	22,50%
EV/KG	362,2	20,00%	362,2	22,50%
Snitt	412,36	100%	424,34	100%

Tabell 36: Verdiestimat basert på multipler

Dersom vi tar gjennomsnittet av de fem multiplene får vi en aksjekurs for SalMar på 412,35 kr. Multiplikatoren P/B skiller seg ut ved å ha en vesentlig lavere kurs enn de resterende multiplene. Ettersom en av utfordringene med pris/bok er at regnskapspraksis kan være forskjellig fra selskap til selskap, har vi valgt å nedjustere vektning av denne multiplikatoren. I tillegg kan selskaper inneha immaterielle eiendeler som for eksempel patenter, merkevare, databaser etc, som ikke fremkommer i balansen. Det justerte kursmålet for SalMar er på 424,34 kr. Den komparative verdsettelsen gir et estimat som er 5,6 % lavere enn aksjekursen på NOK 449,30 per 31.12.2019.

9.0 KONKLUSJON

Formålet med denne semesteroppgaven har vært å estimere verdien av egenkapitalen til SalMar per 31.12.2019. For å verdsette egenkapitalen til SalMar har vi benyttet to verdsettelsesmetoder, hvorav én fundamental- og én komparativ analyse.

Hovedverdsettelsesmetoden har vært fundamental verdsettelse, nærmere bestemt en kontantstrømanalyse med bakgrunn i den strategiske analysen. Det er knyttet betydelig usikkerhet til inputvariablene i kontantstrømanalysen, derfor ble det gjennomført en komparativ verdsettelse ved bruk av multiplikatormodellen som et supplement. For å skape tillit til det endelige kursmålet vil vi har vi gjort det vi anser som en fornuftig vekting av av de to metodene.

I kontantstrømanalysen estimerte vi fremtidige kontantstrømmer samt terminalverdi til SalMar. Kontantstrømmene ble estimert med utgangspunkt i historiske tall, trender og momenter fra den strategiske analysen. Høy etterspørselsvekst relativt til tilbud, økende behov for bærekraftig og proteinrik mat, og betydningsfulle investeringer innen FOU er eksempler på momenter som ble vektlagt i estimeringen. Videre ble kontantstrømmene ved hjelp av total kapitalens avkastningskrav neddiskontert til en aksjekurs på NOK 451,22. Det er tidligere understreket at den fundamentale verdsettelsen er meget sensitiv for inputvariabler, i tillegg til at inntjeningsevnen hos Salmar samt andre oppdrettsselskaper påvirkes i stor grad av laksepris, kronekurs og biologiske faktorer. På grunnlag av det nevnte fant vi det naturlig å gjennomføre flere sensitivitetsanalyser, én med bakgrunn i vekstraten og avkastningskravet, og én med utgangspunkt i laksepris.

I den komparative analysen så vi på den relative prisingen av sammenlignbare selskaper. Vi valgte å inkludere fire bransjeuavhengige- og én bransjespesifikk multipl, hvor det i analysen ble foretatt en skjønsmessig vurdering i forbindelse med vekting av disse. Med utgangspunkt i det justerte gjennomsnittet av multiplene kom vi frem til en aksjekurs på NOK 424,34.

For å komme frem til et endelig verdiestimat for SalMar ASA per 31.12.2019, må det foreligge en vektning av den fundamentale- og komparative verdsettelsen. Den fundamentale verdsettelsesteknikken er den foretrukne verdivurderingsmetoden, da metoden krever atskillig mer arbeid sammenlignet med den simplistiske komparative metoden. Vektforholdet mellom de to metodene er fastsatt til 60% og 40%, i favør til det fundamentale verdiestimatet. Se utregning av endelig kursmål i tabellen som følger.

	Kursmål	Vekting
Kontantstrømmodellen (DCF)	451,22	60%
Multiplikatoranalyse	424,34	40%
Estimert kursmål per 31.12	440,47	100%

Virkelig kursmål per 31.12	449,30
-----------------------------------	---------------

Tabell 37: Estimert kursmål per 31.12

Basert på det endelige kursmålet kan vi konkludere med at aksjen til SalMar ASA per 31.12.2019 er overvurdert.

9.1 Handlingsstrategi

I dette delkapittelet vil det endelige verdiestimatet på NOK 449,3 bli sett i forhold til børskursen per 31.12.2019, for deretter å anbefale en handlingsstrategi for handel i aksjen. Vår anbefalte handelsstrategi tar utgangspunkt i hvorvidt det estimerte kursmålet er høyere eller lavere enn børskursen med en skjønsmessig margin på +/- 10 %.

Terskelverdier	Kurs
Selg	404,37
Hold	449,30
Kjøp	494,23

Tabell 38: Handlingsstrategi

Per 31.12.2019 utstedes det en hold-anbefaling på SalMar ASA med tilhørende kursmål på NOK 449.3.

10. OPPGAVEKRITIKK

Verdsettelsen basert på DCF-metoden og multippel metoden bærer preg av betydelige svakheter og fallgruver.

Resultatet av DCF-metoden avhenger i stor grad av vårt estimat for vekst (g) og kapitalkostnad (WACC). Vekstraten i terminalleddet er veldig vanskelig å estimere, særlig uten inngående kjennskap til bedriftens fremtidige investeringsmuligheter og veksten i bransjen generelt. Videre er driftsinntektene i stor grad avhengig av estimatet for lakseprisen, hvilket det også er knyttet stor usikkerhet til, særlig med tanke på kronkursen. Dette demonstreres gjennom en sensitivitetsanalyse, hvor det fremkommer at små justeringer i disse parametrene får store utslag i estimert aksjekurs. Det er også knyttet usikkerhet til betaverdien, da den empiriske beregningen av parameteret ofte medfører avvik og sier lite om fremtidig risiko.

Den komparative analysen som tar sikte på å finne et kursmål basert på tilsvarende bedrifter. Analysen gjør en rekke implisitte forutsetninger som har sine åpenbare svakheter. Det forutsettes for eksempel at selskapene er sammenlignbare med hensyn på størrelse, lønnsomhet, vekst og risiko (Kaldestad og Møller, 2016). Vi kan ikke påstå at alle disse forutsetningene stemmer i vår analyse. I tillegg er metoden utsatt for “opportunistisk verdsettelse” som innebærer at investorer lett kan påvirke den estimerte aksjekursen i ønsket retning ved å velge ut egnede multipler (Kaldestad og Møller). Vi har i denne analysen forsøkt å benytte de mest anerkjente og passende multiplene, men kan ikke si med sikkerhet at disse er mest passende for SalMar og bransjen som helhet.

Til slutt må det påpekes at denne oppgaven er utført med begrensede ressurser. Begrenset tid til disposisjon og forkunnskap har gjort at forfatterne har måttet gjøre avgrensninger og avveininger underveis. Dette kan påvirke validiteten av estimatet.

LITTERATURLISTE

Faglitteratur:

- Boye, H., (2008). *Personlig økonomi*. Oslo: Cappelen Damm.
- Kristoffers, T., (2016). *Årsregnskapet: en grunnleggende innføring*. 5. utgave, Bergen: Fagbokforlaget.
- Shiller, R., (2015). *Irrational Exuberance*. Princeton University Press, third edition.
- Kaldestad, Y. & Møller, B., (2016). *Verdivurdering: teoretiske modeller og praktisere teknikker for å verdsette selskaper*. Utgave 2., Bergen: Fagbokforlaget.

Fagartikler:

- Adam Hayes (2019). *Enterprise Multiple*. Tilgjengelig fra: <https://www.investopedia.com/terms/e/ev-ebitda.asp>
(Hentet 21. Mars 2020)
- Aslak Berge (2013). *Mest laks for pengene*. Tilgjengelig fra <https://ilaks.no/mest-laks-for-pengene/>
(Hentet 22. Mars 2020)
- Borchgrevink-Brækhus, M., (2019). *Kraftig nedgang for Salmar*. Tilgjengelig fra: <https://sysla.no/fisk/a/GGXE2V/kraftig-nedgang-for-salmar>
(Hentet 16. Mars 2020)
- Denis Zakamulin (2019). *Hvordan bruke P/E Ratio*. Tilgjengelig fra <https://blogg.nordnet.no/hvordan-bruke-p-e-ratio/>
(Hentet 19. Mars 2020)
- European Central Bank (2018) *Macroeconomic implications of increasing protectionism*. Tilgjengelig fra: https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2018/html/ecb.ebbox201806_01.en.html
(Hentet 10. februar 2020)
- Fiskeridirektoratet (2019) *Lønnsomhetsundersøkelse for laks og regnbueørret: Matfiskproduksjon*. Tilgjengelig fra: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tall-og-analyse/Loennsomhetsundersoekelse-for-laks-og-regnbueoerret/Matfiskproduksjon-laks-og-regnbueoerret>
(Hentet 18. februar 2020)
- Hosteland, L (2018). *Et blandet kvartal for SalMar*. Tilgjengelig fra: <https://www.kyst.no/article/et-blandet-kvartal-for-salmar-1/>
(Hentet 16. Mars 2020)

Investopedia (2020) *Beta*. Tilgjengelig fra: <https://www.investopedia.com/terms/b/beta.asp>
(Hentet 01. mars 2020)

Investopedia (2019) *Capital asset pricing model (CAPM)*. Tilgjengelig fra:
<https://www.investopedia.com/terms/c/capm.asp>
(Hentet 01. mars 2020)

Investopedia (2020) *Terminal Value (TV)*. Tilgjengelig fra:
<https://www.investopedia.com/terms/t/terminalvalue.asp>
(Hentet 8. mars 2020)

Mowi (2019) *Salmon farming industry handbook 2019*. Tilgjengelig fra:
<https://ml.globenewswire.com/Resource/Download/1766f220-c83b-499a-a46e-3941577e038b>
(Hentet 20. februar 2020)

National Climate Assessment (2020) *Extreme weather*. Tilgjengelig fra:
<https://nca2014.globalchange.gov/highlights/report-findings/extreme-weather>
(Hentet 15. februar 2020)

Norges Bank (2020) *Rentebeslutning 2020*. Tilgjengelig fra: <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Rentemoter/2020/januar-2020/>
(Hentet 10. februar 2020)

Norges Bank, (2019). *Styringsrenten årsgjennomsnitt*. Tilgjengelig fra: <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Styringsrente-arlig/>
(Hentet 4. Mars 2020)

Norges Bank, (2019). *Om styringsrenten*. Tilgjengelig fra: <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/>
(Hentet 4. Mars 2020)

Norges Bank (2020) *Statsobligasjoner daglige noteringer*. Tilgjengelig fra:
<https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/>
(Hentet 01. mars 2020)

Norsk Industri (2017) *Veikart for havbruksnæringen*. Tilgjengelig fra:
https://www.norskindustri.no/siteassets/dokumenter/rapporter-og-brosjyrer/veikart-havbruksnaringen_f41_web.pdf
(Hentet 15. februar 2020)

Norsk sjømatråd (2018) *Europeere har sagt sitt om norsk laks*. Tilgjengelig fra:
<https://seafood.no/aktuelt/Fisketanker/europeere-har-sagt-sitt-om-norsk-laks/>
(Hentet 20. februar 2020)

NOU 2019:18 *Skattelegging av havbruksvirksomhet*. Oslo: Finansdepartementet. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2019-18/id2676239/>
(Hentet 28. februar 2020)

Oslo Børs (2020) *Kurser og marked*. Tilgjengelig fra: <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/list/shares/quotelist/ose/30/all/false>
(Hentet 15. februar 2020)

PWC (2019). *Risikopremien I det norske markedet*. Tilgjengelig fra: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2019.pdf>
(Hentet 4. Mars 2020)

Regjeringen (2019). *NOU 2019:18, skattelegging av havbruksnæringen*. Tilgjengelig fra: Mars fra <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2019-18/id2676239/?ch=4>
(Hentet 16. Mars 2020)

Roalsø, H., & Rønning, M., (2017). *Masteroppgave om SalMar ASA*. Tilgjengelig fra: <https://openaccess.nhh.no/nhh-xmlui/bitstream/handle/11250/2454811/masterthesis.PDF?sequence=1&isAllowed=y>
(Hentet 16. Mars 2020)

Rune Rolvsjord (2019). *Rekordstore investeringer i sjømatnæringen*. Tilgjengelig fra: <https://www.norcereasearch.no/nyheter/rekordstore-investeringer-i-sjomatnaeringen>
(Hentet 22. Mars 2020)

SalMar (2019) *Historie*. Tilgjengelig fra: <https://www.salmar.no/historie/>
(Hentet 28. januar 2020)

SalMar (2019) *SalMar i dag*. Tilgjengelig fra: <https://www.salmar.no/salmar-i-dag/>
(Hentet 28. januar 2020)

SalMar (2019) *Strategi og visjon*. Tilgjengelig fra: <https://www.salmar.no/strategi-visjon/>
(Hentet 28. januar 2020)

SalMar (2019) *Innovamar- fra drøm til virkelighet*. Tilgjengelig fra: <https://www.salmar.no/innovamar-fra-drom-til-virkelighet/>
(Hentet 28. januar 2020)

SalMar (2019) *Virksomhetsområder*. Tilgjengelig fra: <https://www.salmar.no/vare-virksomhetsomrader/>
(Hentet 28. januar 2020)

SalMar (2019) *Eierstyring*. Tilgjengelig fra: <https://www.salmar.no/eierstyring-og-selskapsledelse/>
(Hentet 28. januar 2020)

SalMar (2020) *Havbasert fiskeoppdrett*. Tilgjengelig fra: <https://www.SalMar.no/havbasert-fiskeoppdrett-en-ny-aera/>
(Hentet 10. februar 2020)

SSB (2020) *Nasjonalregnskap*. Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/knr>
(Hentet 01. mars 2020)

SSB (2020) *Eksport av laks*. Tilgjengelig fra:
<https://www.ssb.no/statbank/table/03024/chartViewLine/>
(Hentet 01. februar 2020)

Yngve Kaldestad (2017) *Typiske fallgruver i verdsettelse*. Tilgjengelig fra
<https://www.magma.no/typiske-fallgruver-i-verdsettelse1>
(Hentet 15. februar 2020)

Års- og kvartalsrapporter:

SalMar (2015), Årsrapport 2014, SalMar ASA

SalMar (2016), Årsrapport 2015, SalMar ASA

SalMar (2017), Årsrapport 2016, SalMar ASA

SalMar (2018), Årsrapport 2017, SalMar ASA

SalMar (2019), Årsrapport 2018, SalMar ASA

SalMar (2019), Kvartalsrapport Q4 2019, SalMar ASA

Mowi (2019), Kvartalsrapport Q4 2019, Mowi ASA

Lerøy (2019), Kvartalsrapport Q4 2019, Lerøy Seafood Group ASA

Grieg (2019), Kvartalsrapport Q4 2019, Grieg Seafood ASA

