



En strategisk tilnærming til estimeringen av WACC

En case studie av teoretiske metoder og strategiske faktorerers effekt på verdien av SalMar konsernet

Master Thesis – Copenhagen Business School 2019

Marina Ward Ådlandsvik 94192 – Cand.merc FIR

Henriette Andrea Stead Gjefle 92645 – Cand.merc FIR

English title: A strategic approach to the estimation of WACC

Veileder: Hans-Christian S. Andersen

Antall fysiske sider: 163

Antall anslag: 265.448

Antall normalsider: 120

Dato: 15. mai 2019

Executive summary

This master's thesis aims to investigate how theoretical methods, as well as internal, external and industry specific factors affect WACC, and the significance it has for SalMar's underlying value. The motivation behind the master's thesis is previous experiences in the implementation of traditional valuations. We have learned that the estimation of WACC is a challenging task and plays a fundamental role in the valuation of a company. The theoretical framework is suffering from ambiguity and inconsistency, which creates room for own assumptions that can lead to estimation errors. We believe that the estimation of WACC in traditional valuation methods does not adequately illustrate the impact of strategic factors.

Based on the above, the analysis of WACC is twofold, of which part one consists of a theoretical estimation of WACC, a valuation using the DCF model and a subsequent sensitivity analysis. The DCF model estimates a share price as of December 29, 2017 of NOK 311,4. The subsequent sensitivity analysis gives a share price in the interval NOK 228-481, which corresponds to a spread in the share price of 111,1 %. This supports our arguments regarding that the theoretical estimation of WACC creates great scope for subjectivity, which entails critical deviation in WACC, and in the underlying value of the firm.

The second part of the analysis consists of a strategic estimation of WACC. Through the fundamental analysis, we have identified strategic factors that will affect the components of WACC. These findings support an estimation of two different WACCs in the budget and terminal period. This is mainly due to findings in the fundamental analysis, which disclose that strategic factors vary over time and will impact WACC differently in the short and long term. Based on the above, the estimated share price is NOK 222,6 on December 29, 2017. By comparison, Oslo Stock Exchange shows that the share price at the same time was NOK 246,8. This indicates that traditional valuation methods tend to overestimate the stock price. By adding strategic factors to WACC, we get a share price that better reflects the market's expectations of the company and its underlying value.

Innholdsfortegnelse

Executive summary	2
1.0 Introduksjon og motivasjon	5
1.1 Problemformulering.....	6
1.2 Metode, teori og struktur	7
1.3 Avgrensning.....	9
2.0 Virksomhetsbeskrivelse.....	10
2.1 Om SalMar.....	10
2.2 Organisasjonsstruktur	11
2.3 Historisk aksjekursutvikling	11
2.4 Verdikjeden og lønnsomhet	13
2.5 Delkonklusjon av virksomhetsbeskrivelse	14
3.0 Bransjebeskrivelse.....	15
3.1 Markeder.....	15
3.2 Laksepris.....	15
3.3 Tilbud.....	17
3.4 Eksportmarkedet.....	22
3.5 Definisjon av peer-gruppe	23
3.6 Delkonklusjon av bransjebeskrivelsen	25
4.0 Fundamentalanalyse	25
4.1 Strategisk analyse.....	26
4.1.1 VRIO.....	26
4.1.2 Porters Five Forces	29
4.1.3 PESTLE	37
4.1.4 Delkonklusjon av strategisk analyse.....	48
4.2 Finansiell analyse	50
4.2.1 Rentabilitetsanalyse	50
4.2.2 Likviditetsanalyse	59
4.2.3 Delkonklusjon av den finansielle analyse.....	63
5.0 Verdiansettelse del 1 – en teoretisk tilnærming	64
5.1 Estimering av den gjennomsnittlige kapitalomkostningen: WACC	64
5.1.1 Kapitalstruktur.....	66
5.1.2 Egenkapitalens avkastkrav, r_e	69
5.1.3 Risikofri rente, r_f	71

5.1.4 Systematisk risiko, β_e	72
5.1.5 Markedsrisikopremien, MRP	78
5.1.6 Gjeldsomkostningen, r_d	82
5.1.7 Estimering av teoretisk WACC.....	85
5.1.8 Delkonklusjon estimering av teoretisk WACC	86
5.2 Verdiansettelse basert på teoretisk WACC	86
5.2.1 Discounted Cash Flow Model (DCF)	87
5.3 Følsomhetsanalyse av WACC	89
5.3.1 Kapitalstruktur: markedsverdier vs. bokførte verdier vs. gns. av siste 5 år	89
5.3.2 Den risikofrie rente: 10-årig vs. 5-årig vs. 3-årig statsobligasjon	90
5.3.3 Beta: regresjon vs. peers vs. industri	90
5.3.4 Markedets risikopremie: historisk meravkast vs. surveys vs. Damodaran.....	91
5.3.5 Gjeldsomkostning: syntetisk kredittrating vs. historiske låneaktiviteter	92
5.3.6 Delkonklusjon av følsomhetsanalyse	92
6.0 Verdiansettelse del 2 – en strategisk tilnærming.....	94
6.1 Estimering av den gjennomsnittlige kapitalomkostningen: WACC	94
6.1.1 Kapitalstruktur.....	95
6.1.2 Risikofri rente, r_f	101
6.1.3 Systematisk risiko, β_e	104
6.1.4 Markedsrisikopremien, MRP	113
6.1.5 Gjeldsomkostningen, r_d	115
6.1.6 Estimering av strategisk WACC	117
6.2 Verdiansettelse basert på strategisk WACC	117
6.2.1 Delkonklusjon strategisk WACC	117
6.3 Fordeler og ulemper ved teoretisk og strategisk WACC	118
7.0 Konklusjon.....	119
8.0 Perspektivering	121
9.0 Litteraturliste.....	122
10.0 Bilag.....	132

1.0 Introduksjon og motivasjon

Kapitalomkostningen er et meget sentralt element i enhver verdiansettelse¹. Kapitalomkostningen defineres som den vektete gjennomsnittlige kapitalomkostning (WACC), og består av komponentene kapitalstruktur, egenkapitalomkostning, gjeldsomkostning og skatt. Investorene er avhengige av å bli kompensert for risikoen de bærer ved risikable investeringer, og i denne forbindelse er det nødvendig å transformere risiko til en estimering av kapitalomkostningen².

Basert på tidligere erfaringer ved gjennomførsel av tradisjonelle verdiansettelser, vet vi at WACC spiller en fundamental rolle i verdiansettelsen av et selskap. Estimering av kapitalomkostningen er imidlertid en utfordrende oppgave, og det er generelt stor uenighet blant banker og investorer om hvordan den skal estimeres. Dette fordi det ikke nødvendigvis er enighet om de mange antakelsene og forutsetningene som skal legges til grunn i estimeringen³.

Fama & French (2004) erkjenner at den mye anvendte Capital Asset Price modellen (CAPM), har sine svakheter med hensyn til å estimere omkostningen til egenkapitalen. Aswath Damodaran (2012) gir flere eksempler på CAPM's begrensninger, men argumenterer likevel for at modellen gir den mest effektive måten å håndtere risiko på i moderne finans⁴. CAPM modellen er i tillegg den mest anvendte metoden for å estimere egenkapitalomkostningen, hvorav corporate finance analytikere og store konsulenthus såsom Deloitte, EY og PwC også benytter seg av denne metoden⁵. Komponentene i WACC er imidlertid også avhengige av en rekke andre, kvalitative faktorer. Petersen & Plenborg (2017) anbefaler på det sterkeste å inkludere kvalitative faktorer for å estimere de ulike komponentene av WACC, og hermed unngå å blot stole på kvantitative metoder.

Med utgangspunkt i ovenstående ønsker vi å illustrere problematikken og konsekvensene rundt estimeringen av WACC. Rammeverket lider av tvetydighet i hvordan WACC skal estimeres, og skaper rom for egne antakelser som kan føre til estimeringsfeil. På bakgrunn av dette mener vi at en teoretisk estimering av WACC i tradisjonelle verdiansettelser ikke godt nok belyser påvirkningen fra interne, eksterne og bransjespesifikke forhold. Derfor ønsker vi med oppgaven å rette større oppmerksomhet mot hvilken betydning en strategisk tilnærming til estimeringen av WACC har på verdiansettelsen, sammenlignet med

¹ Petersen & Plenborg, 2017, s. 245.

² Ibid.

³ Ibid.

⁴ Damodaran, 2012, s. 77.

⁵ Forrentningen av netvirksoverhedernes fremadrettede investeringer (WACC), 2016, s. 19.

en teoretisk tilnærming. Vi vil herunder undersøke hvilken effekt teoretiske metoder og strategiske faktorer identifisert i fundamentalanalysen har på WACC, og hvilken betydning det har for virksomhetens verdi.

For å undersøke det ovenstående har vi valgt å ta utgangspunkt i det norske lakseoppdrettsfirmaet SalMar. I løpet av de siste 10 årene har verdien av norsk sjømateksport økt med 122 prosentpoeng, og selskapet befinner seg i en bransje med store forventninger til fremtidig vekst⁶. SalMar er oppdrettsselskapet som har steget mest i verdi på Oslo Børs i år, og markedsverdien er på ett år fordoblet⁷. Vi synes oppdrettsindustrien er en meget interessant bransje, da den spiller en essensiell rolle for den norske økonomi. Fluktuerende laksepriser, statlige og miljømessige reguleringer og rekordhøye eksportvolumer som følge av en svak norsk krone, dominerer det norske nyhetsbildet daglig. Derfor har vi valgt SalMar som case for å undersøke hvordan teoretiske metoder, og interne, eksterne og bransjespesifikke faktorer påvirker WACC, herav virksomhetens verdi.

1.1 Problemformulering

I forlengelse av den innledende introduksjon og motivasjon er det utledet følgende problemformulering og undersøkelsesspørsmål:

Hvordan påvirker teoretiske metoder, samt interne, eksterne og bransjespesifikke faktorer elementene i WACC, og hvilken betydning har det for SalMars underliggende verdi?

Undersøkelsesspørsmål

De følgende undersøkelsesspørsmålene er utledet med den hensikt å gi en overordnet struktur på hvordan problemformuleringen skal besvares.

1. Hvilke interne, eksterne og bransjespesifikke faktorer identifiseres i den strategiske analysen?
2. Hvordan fremkommer funnene i den strategiske analysen i rentabilitets- og likviditetsanalysen?
3. Hvilken betydning har det for estimeringen av WACC at det teoretiske rammeverket lider av tvetydighet som skaper rom for subjektive antakelser?
4. I hvilken grad påvirkes virksomhetens verdi av svakheter forbundet med det teoretiske rammeverket og hvordan avdekkes dette gjennom følsomhetsanalyser?
5. På hvilken måte påvirker de strategiske faktorene identifisert i fundamentalanalysen elementene i WACC, og hvilken betydning har det for virksomhetens verdi?

⁶ Seafood.no – Sjømat for 99 milliarder i 2018, 2018.

⁷ Christensen & Kvale, 2018.

1.2 Metode, teori og struktur

I de følgende avsnitt vil avhandlingens metode presenteres, herunder valg av data, teori og struktur. Hensikten med de følgende avsnitt er å belyse sammenhengen mellom data, teori og analyse, samt skape et overblikk over avhandlingens struktur.

Data

Avhandlingen baserer seg på offentlig tilgjengelig informasjon og skrives fra et eksternt investorperspektiv. Omfanget baseres på både strategiske og finansielle analyser, hvilket betyr at både kvalitativ og kvantitativ data benyttes. Den primære kvantitative datakilde er SalMar og peer-gruppens reviderte årsrapporter i perioden fra 2014-2017. Basert på dette har vi gjort egne reformuleringer og vurderinger knyttet til avhandlingens finansielle analyser.

Videre erkjenner vi at virksomhetenes årsrapporter har en tendens til å fokusere på og trekke frem positive aspekter, hvorfor vi i forbindelse med de strategiske analyser i stor grad har supplert, innhentet og benyttet data fra en rekke andre kilder. Data er blant annet hentet fra analytiske rapporter fra PwC, EY, Norges Bank og Sparebanken 1, databaser som Bloomberg, Statistisk Sentralbyrå og Oslo Børs, og nyhetsartikler fra Dagens Næringsliv, iLaks, Hegnar og E24.

Gjennom hele oppgaven har vi også benyttet en bransjespesifikk rapport, publisert av MOWI, tidligere Marine Harvest. The Marine Harvest Salmon Farming Industry Handbook 2018 har som formål å gi investorer og finansielle analytikere en bedre innsikt i lakseoppdrettsindustrien og viktige verdidrivere i bransjen. I tillegg inneholder dokumentet blant annet MOWI's nåværende og fremtidige forventninger knyttet til tilbud og etterspørsel, pris, marked og konkurrenter, regjeringen og lisenser, helse og miljø og slaktevolum. Rapporten er skrevet av en av de største lakseoppdrettselskapene i bransjen, hvorfor vi ved anvendelse har forholdt oss kritisk ved å supplere og inndra informasjon fra andre rapporter og nyhetsartikler. Alle framtidsutsiktene i rapporten er imidlertid basert på offentlig tilgjengelig informasjon, og rapporten er mye sitert og benyttet av analytikere i bransjen⁸. Dette skaper høy reliabilitet, og minimerer risikoen for subjektivitet og bias.

Kvalitet og reliabilitet

Kvaliteten og reliabiliteten i de resterende datakildene er sikret ved at vi har tilstrebet en kritisk tilnærming til valget av kvantitativ og kvalitativ data. Vi har bevisst valgt nyhetsartikler fra anerkjente næringslivsaviser

⁸ Marine Harvest Salmon Farming Industry Handbook 2018, s. 2.

og databaser, og rapporter fra meglerhus, banker og konsulenthus som er uavhengige av oppdrettsindustrien. På en annen side er det verdt å bemerke at rapporter fra investeringsbanker og analytikeres uttalelser er basert på subjektive forventninger og oppfatninger. Vi har derfor først og fremst valgt å anvende forskjellige kilder og sammenligne disse for å minimere bias. Vi har i forbindelse med dette ikke kommet over påstander i kildene som virker ekstreme eller avvikende fra hverandre, hvorfor den benyttede data ansees som pålitelig. Vi er hermed sikre på at den valgte data er representativ for besvarelsen av problemformuleringen, herunder avhandlingens undersøkelsesspørsmål.

Teori

Petersen & Plenborg (2017) benyttes som den primære teori i avhandlingen, men suppleres med teorier av Damodaran (2012) og Koller et al (2010) for å styrke det grunnleggende fundamentet i analysene. Vi finner de to sistnevnte spesielt hensiktsmessige under estimeringen av WACC, grunnet en dypere tilnærming til teorien, sammenlignet med Petersen & Plenborg (2017). Artikler fra Porter (1980) og Barney (1991) er også benyttet som et supplement i den strategiske analysen. Vi vil definere ovenstående og ytterligere anvendte teorier og modeller etterhvert som de benyttes i avhandlingen. På denne måten vil leseren få en bedre forståelse for sammenhengen mellom data, teori og analytiske funn.

Struktur

Oppgavens struktur har til hensikt å besvare problemformuleringen og undersøkelsesspørsmålene på en hensiktsmessig måte. Undersøkelsesspørsmålene gir en overordnet struktur på hvordan problemformuleringen skal besvares. Innledningsvis i oppgaven ønsker vi å la leseren bli bedre kjent med SalMar konsernet og industrien virksomheten befinner seg i, hvorfor vi gjennomfører en virksomhets- og bransjebeskrivelse. Deretter utføres en strategisk analyse som oppsummeres i en SWOT. SWOT-analysen fungerer som en delkonklusjon, og har til hensikt å besvare det første undersøkelsesspørsmålet. Det andre undersøkelsesspørsmålet besvares gjennom en delkonklusjon av den etterfølgende finansielle analysen. Heretter deles analysen opp i to ulike deler, hvorav det i del 1 gjennomføres en analyse av den teoretisk tilnærming til estimeringen av WACC, etterfulgt av en verdiansettelse og en følsomhetsanalyse. Del 1 av analysen har til hensikt å besvare undersøkelsesspørsmål tre og fire. Del 2 av analysen består av en strategisk tilnærming til estimeringen av WACC. Hovedformålet med denne delen av analysen er å besvare siste undersøkelsesspørsmål, samt den overordnede problemformuleringen. Vi ønsker videre å kommentere på fordeler og ulemper relatert til de to ulike tilnærmingene til estimeringen av WACC. Avslutningsvis oppsummeres hele avhandlingen i en konklusjon, samt en perspektivering.

1.3 Avgrensning

For å avgrense omfanget av avhandlingen er nedenstående antakelser og forutsetninger lagt til grunn. Disse er også utarbeidet for å bevare oppgavens hovedfokus.

- Avhandlingen baseres hovedsakelig på offentlig tilgjengelig informasjon, da SalMar er en børsnotert, offentlig virksomhet. Rapporter fra ulike meglerhus og banker er også benyttet som et supplement til den offentlige tilgjengelige informasjonen.
- SalMar offentliggjør årsrapporten for 2018 i slutten av april, hvorfor konsernet verdiansettes per. 29.12.2017. Da avhandlingens hovedformål ikke har til hensikt å finne den korrekte estimerte aksjekursen på et gitt tidspunkt, argumenteres det for at datoen for verdiansettelsen er mindre relevant. Cut-off datoen for ny informasjon og data settes derfor til 08.04.2019. Informasjon som publiseres etter 8. april 2019 vil ikke bli tatt hensyn til.
- Avhandlingen verdiansetter SalMar konsernet, hvilket innebærer at en eksplisitt verdiansettelse av datterselskapene er utelatt.
- Det forutsettes at leseren er grunnleggende bekjent med de anvendte teorier og modeller, og disse vil derfor ikke utdypes.
- Reformuleringen og budsjetteringen av resultatoppgjørelsen og balansen vil ikke utdypes, da dette faller utenfor oppgavens hovedformål. Alle beregninger vil imidlertid finnes i bilag.
- Verdiansettelsesmetoder som EVA og multipler anvendes ikke, og verdiansettelsen vil utelukkende bygge på DCF-modellen. Årsaken til dette henger sammen med at oppgavens formål ikke er å finne en korrekt estimert aksjekurs, men å undersøke sammenhengen mellom WACC og den fundamentale analysen.
- Det finnes ulike metoder for å estimere kapitalomkostningen, og den vektete gjennomsnittlige kapitalomkostning (WACC) benyttes, da metoden implisitt inndrar alle metodene.
- Oppgaven vil kun ta for seg hvilken innvirkning teoretiske metoder og strategiske faktorer har på de ulike komponentene i WACC, hvilket medfører at alle andre komponenter holdes konstant, og vil ikke ytterligere bli analysert.
- Atlantisk laks er SalMars hovedsatsningsområde, og benyttes som en fellesbenevnelse for laks.
- SalMar opererer i flere land, men av hensyn til oppgavens omfang, vil avhandlingen primært fokusere på lakseoppdrettsbransjen i Norge.

2.0 Virksomhetsbeskrivelse

Vi ønsker i det følgende avsnitt å presentere lakseoppdrettselskapet SalMar, herunder organisasjonsstrukturen, den historiske aksjekursutvikling og lønnsomheten i verdikjeden.

2.1 Om SalMar

SalMar konsernet ble grunnlagt i 1991 og er i dag en av verdens største og mest effektive produsenter av laks. Selskapets vekst har hele tiden vært fulgt av fremragende økonomiske resultater, og selskapet er tydelige på at den fremtidige veksten må være økonomisk, miljømessig og samfunnsmessig. Konsernet eier 100 lisenser for marin produksjon av atlantisk laks i Norge. 68 lisenser er lokalisert i Midt-Norge (Nordmøre og Trøndelag), som er selskapets hovedvirksomhetsområde. Videre eier de 32 lisenser i Nord-Norge gjennom SalMar Nord AS, som er deres heleide datterselskap. I tillegg eier selskapet 50 % av Norskott Havbruk AS, som igjen eier 100 % av den nest største produsenten av laks i Storbritannia, Scottish Sea Farms Ltd. Videre kjøpte selskapet den 14. februar 2019 nye andeler i Arnalax Hf, og har per dags dato en andel på 54 %⁹. Den 13. mars 2019 varslet også SalMar om et ytterligere kontantbud for alle de resterende aksjene i selskapet¹⁰. I april kjøpte også SalMar 51 % av aksjene i MariCulture AS¹¹.

Selskapets visjon er «Passion for Salmon» for å forsterke fokuset på de prestasjonene som har gjort SalMar til det selskapet det er i dag. Deres overordnede mål er å være verdens beste oppdrettsselskap, og SalMar har ytterligere to strategiske mål, hvor det ene målet omhandler at de skal være omkostningsledende og best på operasjonell effektivitet. Det andre målet innebærer at salg og industri skal sikre at laksen anvendes optimalt for å oppnå best mulig pris¹².

Lisenser	SalMar Konsernet			
	SalMar Midt-Norge	SalMar Nord-Norge	Arnalax Hf (54% Andel)	Norskott Havbruk (50% andel)
Lisenser	68	32		
Operasjonelt driftsresultat 2016 (mill NOK)	1770,2	1480,3	-1,7	473,9
Operasjonelt driftsresultat 2017 (mill NOK)	1891,5	1376,1	60,2	669,3
Endring	6,9%	-7,0%	3441,2%	41,2%
Slaktevolum 2016 (tonn)	70,5	45,2	1,4	14,0
Slaktevolum 2017 (tonn)	87,5	47,7	3,3	15,5
Endring	24,1%	5,5%	142,2%	10,7%
Forventet slaktevolum 2018 (tonn)	96	47	3,74	13

Tabell 1: SalMar Konsernet. Kilde: Egen tilvirkning (SalMar årsrapport 2016 & 2017).

⁹ Olsen, 2019a.

¹⁰ Berge, 2019.

¹¹ Kyst.no – SalMar vil utvikle enda større havmerd, 2019.

¹² SalMar.no – Strategi og visjon, 2019.

2.2 Organisasjonsstruktur

SalMar ble notert på Oslo Børs 8. mai 2007. Per 31.12.2017 hadde SalMar ASA 113.299.999 aksjer med en pålydende verdi på NOK 0,25 per aksje. Aksjene er fordelt på omtrent 4.760 aksjonærer. Selskapets to største aksjonærer er Kverva Industrier AS med hele 53,40 % av aksjeandelen, samt Folketrygdfondet med en andel på 6,58 %¹³. SalMars grunnlegger og konserndirektør, Gustav Witzøe, eier indirekte 88,83 % av Kverva Industrier AS. I tillegg til Witzøe, består ledelsen av konsernsjefen Olav-Andreas Ervik, som tredde inn i stillingen den 10.04.2018, samt 3 andre direktører. Ledelsen har mange års erfaring i bransjen, hvorav konsernsjefen har jobbet i næringen siden 1994. Styret består av styreleder Atle Eide, 4 styremedlemmer og to ansatterepresentanter¹⁴.

2.3 Historisk aksjekursutvikling

I dette avsnittet ønsker vi å redegjøre for de mest sentrale begivenhetene SalMar har opplevd gjennom tidene, og begivenheter som har hatt betydning for virksomhetens markedsverdi. Nedenstående graf illustrerer SalMars historiske aksjekursutvikling fra 2014 til i dag.



Figur 1: SalMars historiske aksjekursutvikling, 2014-2019. Kilde: Egen tilvirkning (Oslo Børs).

(1) I årene 2014-2016 opplevde SalMar en solid vekst i aksjekursen. Året 2014 omtales som «nok et rekordår» for SalMar og skyldes en kombinasjon av økt slaktevolum og høye laksepriser¹⁵. I 2015 fortsetter aksjekursen å stige, men veksten er noe lavere enn for 2014. Dette skyldes i hovedsak at slaktevolumet gikk noe ned, hvilket medførte et svakere driftsresultat sammenlignet med året før. Til tross for dette stiger aksjekursen som et resultat av høye laksepriser¹⁶.

¹³ SalMar årsrapport, 2017, s. 40-41.

¹⁴ SalMar.no – Investor, 2019.

¹⁵ SalMar årsrapport, 2014, s. 8.

¹⁶ SalMar årsrapport, 2015, s. 8.

(2) I 2016 setter aksjekursen fart og opplever en «all time high» den 8 november på NOK 269,17 per aksje¹⁷. SalMar fikk tildelt åtte utviklingstillatelser for havbruk til Ocean Farming AS, samtidig som de får en ny konsernsjef. Selskapet beskriver 2016 som et meget godt år, hvor lønnsomheten når et nivå de aldri har opplevd tidligere, som følge av høye laksepriser i et historisk godt marked¹⁸.

(3) 2017 er et godt år for hele lakseindustrien. Fiskeridirektoratets lønnsomhetsundersøkelse for 2017 bekrefter god inntjening til tross for et høyt omkostningsnivå. Dette skyldes i hovedsak sterke laksepriser i et sterkt marked¹⁹. SalMars økonomiske resultat var rekordhøyt i 2017 og reflekterer en historisk høy lønnsomhet. Samme året ble Ocean Farm 1 satt i drift på Frohavet²⁰. Til tross for et rekordhøyt resultat, falt verdien av aksjen i 2017. Ved årets inngang var kursen NOK 258,10 per aksje, mens ved årets utgang hadde kursen sunket til NOK 246,80 per aksje²¹. Dette kan skyldes uro i laksemarkedet blant investorene og fallende priser. Denne uroen skaper en psykologisk effekt og aksjekursen bærer preg av dette²².

(4) 2018 er året hvor lakseselskapene når nye høyder på Oslo Børs. Dette skyldes hovedsakelig en stadig stigende etterspørsel og et lavere tilbud enn forventet. Dette medfører at lakseprisen og selskapenes aksjekurser når nye høyder. SalMars aksjekurs lå på rekordhøye NOK 510 per aksje den 14.11.2018²³. Fra september 2017-2018 steg aksjen med drøyt 80 %, som er over dobbelt så mye som konkurrentene, til tross for analytikernes salgsanbefalinger²⁴. Konsernsjefen forklarer denne oppgangen med selskapets økte fokus på det operasjonelle og på kontinuerlig forbedring²⁵.

(5) Inngangen til 2019 har vært preget av børsfall og uro over hele verden. Denne uroen skyldes i hovedsak at oljeprisen har falt lenge, at Kina er i handelskrig med USA, Brexit og stigende renter²⁶. Uroen i de internasjonale markedene påvirker også Oslo Børs og SalMar. I skrivende stund er aksjen verdt NOK 430, en nedgang på 16 % fra rekordhøyde NOK 510 i 2018²⁷.

Til tross for laksefest på børsen de seneste årene, er det flere som ytrer sin bekymring for aksjer innen lakseoppdrett. En årsak til dette er at god lønnsomhet i sykliske bransjer vanligvis medfører overinvestering

¹⁷ Oslobørs.no – SalMar, 2019.

¹⁸ SalMar årsrapport, 2016, s. 6.

¹⁹ Kystogfjord.no – godt år for laksenæringen, 2018.

²⁰ SalMar årsrapport, 2017, s. 8.

²¹ Ibid, s. 41.

²² Byberg, 2017.

²³ Ytreberg, 2018a.

²⁴ Berge, 2018a.

²⁵ Byberg, 2017.

²⁶ Veberg, 2018.

²⁷ Oslobørs.no – SalMar, 2019.

i ny kapasitet. De seneste årene har dette imidlertid ikke vært tilfelle i lakseoppdrettsbransjen. Dette skyldes et begrenset tilbud i lakseoppdrett til havs som følge av reguleringer fra staten, sykdom, rømming og lakselus. Mange investorer priser derfor lakseaksjene i den tro at den høye lønnsomheten skal vedvare. Mye tyder dog på at den gode lønnsomheten medfører voksende konkurranse og/eller høyere skatter²⁸.

2.4 Verdikjeden og lønnsomhet

SalMar har siden de ble grunnlagt i 1991 vært et vertikalt integrert selskap som kontrollerer hele verdikjeden fra produksjon til salg av ferdig produkt, med unntak av produksjon av fôr. Virksomhetens verdikjede deles inn i de fire områdene yngel og smolt, oppdrett, slakt og foredling, og salg og distribusjon. Heretter deles oppdrett inn i de tre segmentene Midt-Norge, Rauma og Nord-Norge²⁹. Verdikjeden for SalMar er illustrert i figur 2:



Figur 2: Verdikjeden. Kilde: Egen tilvirkning (SalMar årsrapport 2017, s. 17).

Oppdretts- og produksjonsprosessen er kompleks og tidkrevende, og den totale sykluslengden er omtrent 3 år³⁰. Stamfisker befrukter rognen, og danner selve grunnlaget for formeringen av ny fisk. Det tar rundt 60 dager fra befruktning til klekking, og etter klekking sorteres yngelen over i ulike fiskekar i forbindelse med utvikling og startforing. SalMar produserer yngel i seks forskjellige anlegg i Møre og Romsdal, Sør-Trøndelag, Nord-Trøndelag og Troms. Yngelen vaksineres heretter før den transporteres videre for smoltifisering. Smoltifisering skjer når settefisker går fra et liv i ferskvann til saltvann, og på dette stadiet er riktig vanntemperatur og føring sentrale faktorer for vekst. Smoltproduksjonen foregår i Midt-Norge på fem forskjellige anlegg. Oppdrett av smolt til matfisk foregår i merder, som er store poser som henger fritt ned i sjøen. Etter omlag ett år fraktes fisken levende med brønnbåt for å slaktes. Heretter bearbeides laksen, og selges videre som enten sløyd laks i fersk eller frosset form, i porsjoner eller andre produktvarianter³¹.

SalMar kontrollerer som beskrevet hele denne prosessen, og sitter derfor på mye kunnskap og makt, i tillegg til økt mulighet for omkostningskontroll. SalMar ønsker som beskrevet tidligere å strategisk sett posisjonere seg som omkostningsledere ved å fokusere på verdikjeden og hermed operasjonell effektivitet

²⁸ Fondsfinans kapitalforvaltning – Økonomiske utsikter 2019, 2019, s. 30.

²⁹ SalMar.no – Våre virksomhetsområder, 2019.

³⁰ Marine Harvest Salmon Farming Industry Handbook 2018, s. 38.

³¹ SalMar.no – Våre virksomhetsområder, 2019.

og innovasjon³². Det foreligger imidlertid mange utfordringer knyttet til de ulike stadiene i verdikjeden, herunder lakselus, virussykdommer og rømming. Disse faktorene vil vi komme tilbake til i den strategiske analysen.

Formålet med å definere verdikjeden til SalMar knytter seg til hvor i virksomheten det skapes verdi. SalMar skaper verdi i forbindelse med at råvarer transformeres til et produkt. Med andre ord skapes verdi i prosessen beskrevet ovenfor, hvor SalMar transformerer rogn og fôr til laks som bearbeides og selges til markeder verden over³³. Generelt sett er det derfor produksjonssegmentet som er den største bidragsyteren til lønnsomheten i bransjen, herunder undersegmentet oppdrett. I tillegg er segmentet distribusjon, herunder transport, slakt og salg, viktig for både SalMars og bransjens lønnsomhet³⁴. En annen vesentlig faktor som kan ha innvirkning på muligheten til å påvirke verdien i negativ retning, er utfordringer knyttet til høyere produksjonsomkostninger. Dette vil vi komme tilbake til i bransjebeskrivelsen hvor en nærmere analyse av omkostningene i industrien vil gjennomføres.

2.5 Delkonklusjon av virksomhetsbeskrivelse

I den ovenstående analysen av SalMar, har vi trukket frem at selskapet er den største og mest effektive produsent av laks, med en sterk markedsposisjon i Norge. Virksomhetens overordnede ambisjon er å være verdens beste oppdrettsselskap, og SalMar har siden 2014 opplevd historisk god lønnsomhet og rekordhøye aksjekurser sammenlignet med konkurrerende virksomheter. SalMar er et vertikalt integrert selskap, og har totalt 100 lisenser for marin produksjon av atlantisk laks i Norge. Videre har virksomheten stort fokus på innovasjon og omkostningsbesparelser, og har mottatt utviklingstillatelser fra staten for å utvikle bærekraftige produksjonsmetoder.

³² SalMar årsrapport, 2017, s. 45.

³³ Ibid, s. 8.

³⁴ Berthelsen, 2018.

3.0 Bransjebeskrivelse

Vi ønsker i bransjebeskrivelsen å presentere bransjen SalMar opererer i ved å redegjøre for historisk og fremtidig utvikling i lakseprisen, tilbudet og eksportmarkedet. Til sist vil vi presentere og definere peer-gruppen som vil danne et benchmark videre i analysen.

3.1 Markeder

Oppdrett av atlantehavslaks startet i Norge på 1970-tallet, og Norge ble raskt verdensledende innenfor lakseoppdrett. Industrien har siden den gang sørget for en eventyrlig verdiskapning og utviklet seg fra å være et primitivt forsøksstadium til en forskningsbasert og teknologisk raffinert næring³⁵.

Lakseoppdrettsindustrien i Norge har de siste ti årene gjennomgått en betydelig konsolidering, hvor flere av de mindre selskapene har blitt kjøpt opp av de dominerende selskapene i bransjen. I 1997 var det eksempelvis 70 selskaper som stod for 80 % av produksjonen, hvor antallet tjue år senere er falt til 23 selskaper³⁶. I Norge domineres markedet for oppdrett i dag av MOWI, SalMar og Lerøy Seafood³⁷. Sammen med fôrprodusentene Skretting AS og EWOS AS, stod de fem selskapene for omtrent en fjerdedel av den samlede omsetningen i industrien i 2015³⁸.

3.2 Laksepris

Lakseprisen har svært stor påvirkningskraft på oppdrettsselskaperens omsetning, og anses derfor som den viktigste verdidriveren i lakseindustrien. Lakseprisen bestemmes i hovedsak av tilbud og etterspørsel. Det er flere elementer som påvirker tilbudet, hvorav de mest sentrale er stående biomasse, utsett av smolt, fiskefôr, biologiske forhold og sjøtemperaturer³⁹. Disse forholdene kommer vi nærmere inn på under avsnittet om «tilbud». Forhold som påvirker etterspørselen er blant annet økonomisk vekst, substitutter og endringer i konsumenttrender, hvilket vi vil komme tilbake til i PESTLE-analysen.

Figur 3 illustrerer en betydelig stigning i lakseprisen fra 2009-2018. Lakseprisen har historisk sett vært meget volatil, og 2018 var ikke et unntaksår, tvert imot. Tall viser at lakseprisen svinger dobbelt så mye nå som før, og det er ikke uvanlig at lakseprisen svinger fra NOK 55-80 per kilo på få uker. Ben Hustadnes, som

³⁵ Norges fiskeri og kysthistorie – Havbruk.

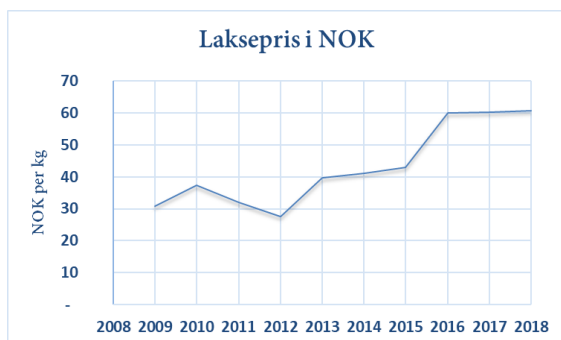
³⁶ Marine Harvest Salmon Farming Industry Handbook 2018, s. 37.

³⁷ Ibid, s. 36.

³⁸ EY The Norwegian Aquaculture Analysis 2016, s. 8.

³⁹ Marine Harvest Salmon Farming Industry Handbook, 2018, s. 88.

er innkjøpssjef i Aalesundfisk, opplever større svingninger og høyere priser. En konsekvens er at risikoen har økt betydelig i spotmarkedet⁴⁰.



Figur 3: Utvikling i laksepris i norske kroner, 2009-2018. Kilde: Egen tilvirkning (Seafood.no).

Den meget volatile lakseprisen skyldes i hovedsak at tilbudet på kort sikt er uelastisk, samtidig som etterspørselen er sesongbasert og produksjonssyklusen er lang. Dette da laks primært selges som ferskvare, og produksjonsvolumet i én periode derfor må konsumeres i samme periode. Dette medfører at det blir vanskelig for oppdrettsselskapene å kontrollere det kortsiktige tilbudet, noen som bidrar til å skape volatile laksepriser⁴¹. Eksportprisene på fersk laks i perioden 2006-2015 var i snitt NOK 34 per kilo, men prisen har stabilisert seg på rundt NOK 60 de to siste årene⁴². Dette skyldes i hovedsak at etterspørselen har steget mer enn tilbudet. Den høyeste gjennomsnittlige lakseprisen per kilo for kjølt eller fersk laks er registrert i uke 1 i 2017. Prisen lå da på NOK 75,25 per kilo⁴³.

Nordea Markets mener at laksefesten fortsetter, og spår tre nye år med rekordhøy laksepris. Årsaken til dette er at lakseindustrien stadig blir mindre syklisk, samt at det forventes at etterspørselen fortsetter å vokse mer enn hva oppdretterne klarer å produsere⁴⁴. Sparebanken 1 Markets forventer høye laksepriser på NOK +/- 62 per kilo i 2019 og 2020⁴⁵. Sjefanalytikeren i Handelsbanken Capital Markets spår også videre vekst og rekordpriser i 2019 og 2020, men han tror de høye prisene vil bidra til at etterspørselsveksten dempes. På en annen side, spår DNB Markets et tøffere år for fiskenæringen og tror på laksepriser godt ned på 50-tallet⁴⁶. Meglerhuset har dermed en lavere forventning enn konsensus, og mener lakseaksjene er på

⁴⁰ Olsen, 2018.

⁴¹ Marine Harvest Salmon Farming Industry Handbook, 2018, s. 13.

⁴² Intrafisk.no – markedet aksepterer høyere laksepriser, 2018.

⁴³ Holøien, 2018.

⁴⁴ Ytreberg, 2018c.

⁴⁵ Rapport fra Sparebanken 1 Markets – Salmon Weekly 1, s. 2.

⁴⁶ Witzøe, 2019.

sitt «all time high»⁴⁷. De estimerer fall i lakseprisanslaget fra NOK 61-62 til NOK 55-57, samt at tilbudet vil øke mer enn etterspørselen fremover⁴⁸.

3.3 Tilbud

Lakseprisen styres som nevnt hovedsakelig av tilbud og etterspørsel. Som beskrevet i forrige avsnitt har lakseprisen de seneste årene vært historisk høy, hovedsakelig fordi etterspørselen har steget mer enn tilbudet. Sparebanken 1 Markets forventer at det norske tilbudet ligger på omkring 4,3 % i 2019, 3,5 % i 2020 og 3,4 % i 2021. Dette illustreres i tabell 2. Forecastet bygger blant annet på at slaktevolumet falt mot slutten av 2018, og at Norge opplevde 10 % fall i volum i september, 4 % stigning i oktober, samt en lavere vekst i november og desember⁴⁹.

Tilbudsutvikling								
Slaktevolum	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Norge	1194	1230	1171	1207	1261	1315	1361	1407
Vekst %	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2020E
Norge	4,4%	3,0%	-4,8%	3,1%	4,5%	4,3%	3,5%	3,4%
Tilbudsvolum	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2020E
Total slaktevolum	1194	1230	1171	1207	1261	1315	1361	1407
Vekst %	4,4%	3,0%	-4,8%	3,1%	4,5%	4,3%	3,5%	3,4%
Endringer i varelager	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2020E
Totalt tilbud	1170	1221	1228	1162	1237	1315	1361	1407
Vekst %	4,4%	3,0%	-4,8%	3,1%	4,5%	4,3%	3,5%	3,4%

Tabell 2: Utvikling i tilbud. Kilde: Egen tilvirkning (Sparebank 1 Markets forecasts, Kontali & Aquabench historical numbers).

Tilbudet styres hovedsakelig av slaktevolum. For å møte stigende etterspørsel og opprettholde fremtidig verdiskapning, vil det være nødvendig med vekst i slaktevolumet. I de kommende avsnitt vil faktorer som påvirker slaktevolumet undersøkes med hensikt på å si noe om fremtidig tilbud i lakseindustrien. De tre viktigste indikatorene for fremtidige slaktevolum er som beskrevet tidligere stående biomasse, utslipp av smolt og fôromkostninger. I tillegg vil slaktevolumet være påvirket av variasjoner i sjøtemperaturen, samt biologiske forhold og politiske reguleringer⁵⁰.

⁴⁷ Holøien, 2019.

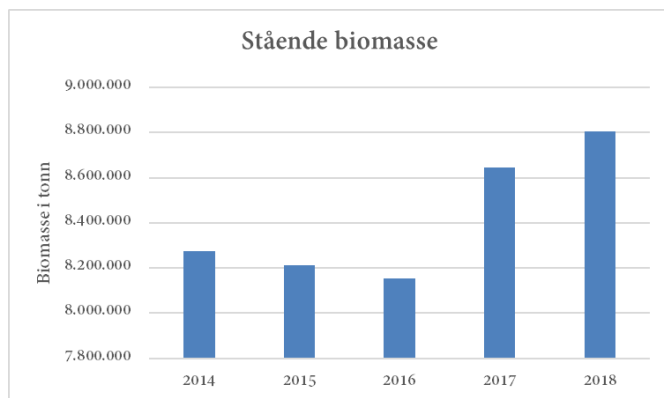
⁴⁸ Kvale & Haugen, 2019.

⁴⁹ Rapport fra Sparebanken 1 Markets – Salmon Weekly 1, s. 5.

⁵⁰ Marine Harvest Salmon Farming Industry Handbook, 2018, s. 88.

Stående biomasse

Biomasse er i akvakulturdriftsforskriften definert som «den til enhver til stående biomasse av levende fisk (målt i kg eller tonn)»⁵¹. Figur 4 viser stående biomasse for laks i Norge fra 2014-2018.



Figur 4: Stående biomasse for laks, 2014-2018. Kilde: Egen tilvirkning (Fiskeridirektoratet).

Figuren viser at utviklingen i stående biomasse har vært økende, med unntak av 2016. I perioden 2016-2018 har Norge opplevd en vekst i stående biomasse på 8 %. Ifølge analyser utført av Sparebanken 1 Markets, har produksjonen i sjø vært god i årsskiftet 2018-2019, som følge av færre behandlinger i forbindelse med sykdom og lavere nivåer av lakselus⁵². Til tross for 10 % mer biomasse i årsskiftet 2018/2019, ble det bare realisert 4 % økt slaktevolum. Dette viser at det ikke er noen enkel måte å hente ut vekstpotensialet som ligger der. Samtidig vil mer biomasse i sjøen og høyere sjøtemperaturer skape økt risiko for større problemer i året som kommer. Dette vil igjen bidra til å holde tilbudsveksten nede.

Analytiker Tønseth i Sparebanken 1 Markets, argumenterer for vekstpotensiale i sjøen, da det er 6 % flere fisk i sjøen sammenlignet med samme tid i fjor. Han mener dog at mange overvurderer potensialet for vekst. Dette skyldes at noen forbinder vekstpotensialet med høye smoltutslipp og ikke tar høyde for betydelig biologiske utfordringer. Det har blitt registrert at oppdretterne ønsker tilstrekkelig med smolt i merdene da de heller vil slakte flere mindre fisk enn å satse på høye vekter som følge av god biologi. Konsekvensen er at veksten ikke er forårsaket av høyere slaktevekter, men skyldes vekst i antall laks. På bakgrunn av dette mener Tønseth at tilbudssiden er begrenset de neste 6-8 månedene⁵³.

Videre begrenses vekstmuligheten av usikkerhet relatert til biologiske faktorer. Etter en varm november og desember i 2018, er sjøtemperaturen per tidspunkt på lik linje med normaltemperaturen for 2018. I tillegg

⁵¹ Fiskeridirektoratet.no – Biomassestatistikk, 2019.

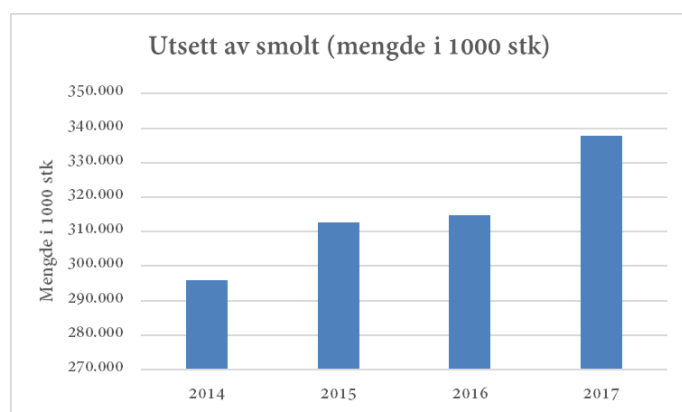
⁵² Rapport fra Sparebanken 1 Markets – Salmon Weekly 1, s. 6.

⁵³ Witzøe, 2019.

blir slaktevolumet påvirket av sykdommer i sentral Norge, noe som kan lede til høyere tilbud på kort sikt. Slike biologiske hendelser bidrar typisk til høyere tilbud på kort sikt, men vil totalt føre til lavere tilbud, og høyere priser, da fisken slaktes til en lavere vekt⁵⁴.

Utsett av smolt

Utsett av smolt er alltid interessant å analysere, da det er en av de beste indikatorene for å spå fremtidig slaktevolum⁵⁵. Figur 5 viser at utsett av smolt i Norge i perioden 2014-2017 har vokst med 14 %. Det siste halve året har vært preget av høye smoltutslipp, mens smoltutslippet på våren 2018 var meget svakt. Sparebanken 1 Markets forventer at stående biomasse for høsten 2019 vil være preget av forsinket smoltutslipp og høy dødelighet som følge av biologiske utfordringer, noe som vil medføre et fall i stående biomasse på 3 %. Dette fallet vil dog kompenseres på høsten 2020, hvorav de estimerer en vekst i biomassen på 5 %⁵⁶.



Figur 5: Utsett av smolt, 2014-2017. Kilde: Egen tilvirkning (Fiskeridir.no)

Omkostningsutviklingen i bransjen

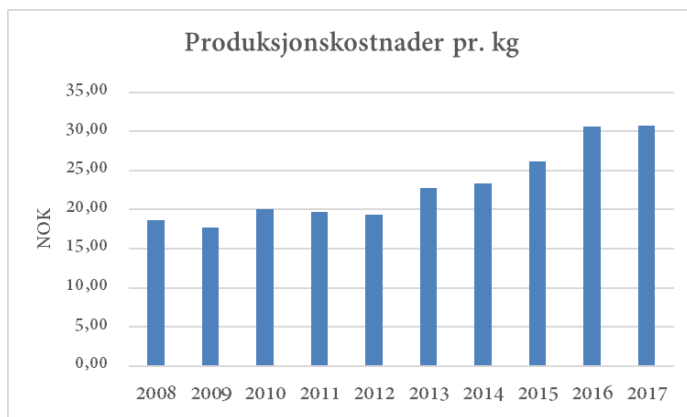
Til tross for at de ledende selskapene i lakseoppdrettsindustrien opplever gode økonomiske resultater, er omkostningsnivået i bransjen generelt høyt, og sammenlignes produksjonsomkostningene i 2005 med 2017 sees det en stigning på 76,8 %⁵⁷. Resultater fra lønnsomhetsundersøkelser utarbeidet av Fiskeridirektoratet beskriver denne utviklingen, og trenden fra 2008-2017 er illustrert i figur 6.

⁵⁴ Rapport fra Sparebanken 1 Markets – Salmon Weekly 1, s. 1.

⁵⁵ Marine Harvest Salmon Farming Industry Handbook, 2018, s. 88.

⁵⁶ Rapport fra Sparebanken 1 Markets – Salmon Weekly 1, s. 6.

⁵⁷ Fiskeridir.no – Lønnsomhetsundersøkelsen 2017, 2018.



Figur 6: Utvikling i produksjonsomkostninger, 2008-2017. Kilde: Egen tilvirkning (Fiskeridir.no).

SalMar, Lerøy Seafood og MOWI har alle rettet et stort fokus mot denne utviklingen. SalMar reduserte produksjonsomkostninger med NOK 2 per kilo i 2017, og har en konkret målsetning for 2018 om å fortsette å kutte omkostninger⁵⁸. Lerøy Seafood arbeider også kontinuerlig med å utvikle produksjonen for å oppnå større omkostningseffektivitet, og peker på at fôromkostninger er den viktigste enkeltfaktoren som påvirker omkostningene i produksjonen⁵⁹. MOWI erkjenner også dette omkostningsfokuset, og presiserer at produksjonsomkostningene i Norge har økt signifikant sammen med at slaktevolumer har falt, og at det er viktig å skape tiltak i forhold til denne utviklingen fremover⁶⁰.

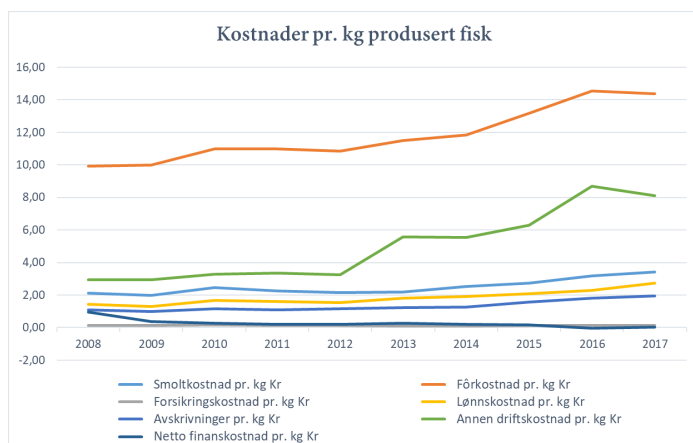
Omkostninger til fôr har de siste ti årene utgjort omtrent halvparten av produksjonsomkostningene, og relativt små prisstigninger har derfor hatt stor betydning for de totale produksjonsomkostningene for oppdrettsselskapene. Utviklingen i gjennomsnittlig produksjonsomkostning per solgte fisk viser at det historisk sett har vært en kraftig reduksjon i omkostningene, men bare frem til 2005. Som diskutert over, har utviklingen i samlet produksjonsomkostning i årene 2008-2017 vist en stigende tendens⁶¹. Utviklingen i de største produksjonsomkostningene er illustrert i figur 7, hvor det er tydelig at fôromkostningene er den desidert største omkostningen.

⁵⁸ SalMar årsrapport, 2017, s. 9.

⁵⁹ Lerøy Seafood årsrapport 2017, s. 79.

⁶⁰ Marine Harvest årsrapport 2017, s. 137.

⁶¹ Fiskeridirektoratet – Lønnsomhetsundersøkelse for matfiskproduksjon, 2017.



Figur 7: Beregnede omkostninger pr. kg produsert fisk, 2008-2017. Kilde: Egen tilvirkning (Fiskeridir.no).

Som det sees av utviklingen i figur 7 er andre driftsomkostninger den nest største omkostningsposten, og omkostningene har steget de siste årene, med unntak av 2016-2017. Andre driftsomkostninger er knyttet til fiskehelse, vedlikehold og miljø, og hermed omkostninger knyttet til rømming, sykdom og andre tap, eller uforutsigbare begivenheter i produksjonen⁶². Sykdom blant fisken er den største årsaken til tap i produksjonen av laks, og investering i forebyggende metoder eller behandling, medfører store omkostninger⁶³. Antallet av rømt laks har, som vi vil komme tilbake til i PESTLE analysen, falt betydelig de siste årene. SalMar opplevde dog rømming av 16.000 oppdrettslaks ved havmerden Ocean Farm 1 som følge av en åpen inspeksjonsluke i slutten av 2018⁶⁴. Dette er en hendelse som medfører betydelige omkostninger og tapte salgsinntekter som følge av tapt biomasse. SalMar har også meldeplikt om antall rømte fisk samt plikt til gjenfangning, og fikk som følge av rømmingen også pålegg om overvåking av andre produksjonsanlegg. Dette er både utfordrende og medfører store omkostninger for selskapet.

Ovenstående diskusjon baserer seg på gjennomsnittresultater, og data for ulike selskaper er derfor varierende. Vi vil komme tilbake til driftsomkostningene i rentabilitetsanalysen, hvor det eksempelvis sees at SalMar opplever vekst i fôromkostningene og andre driftsomkostninger fra 2016-2017. SalMar kan som beskrevet kontrollere omkostningsnivået gjennom den vertikale integrerte verdikjeden, og sørge for billigere produksjon gjennom stordriftsfordeler. Dog vil de, så lenge de er avhengige av fôr fra eksterne produsenter, være utsatte for at omkostningene kan variere mye, og fortsette å stige i fremtiden. Omkostninger forbundet med rømt laks er også uforutsigbare og vil være like store uavhengig av størrelsen på lakseoppdrettsselskapet, hvorfor ikke SalMar kan dra like stor nytte av stordriftsfordeler i slike tilfeller.

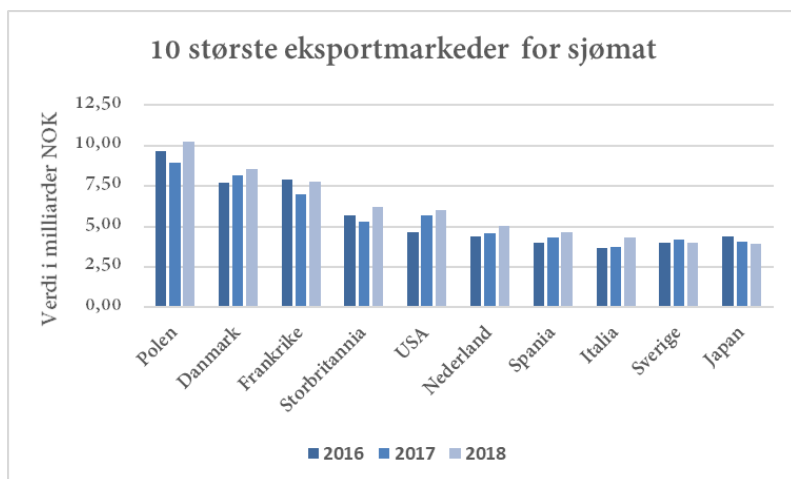
⁶² Fiskeridirektoratet – Lønnsomhetsundersøkelse for matfiskproduksjon, 2017.

⁶³ Fiskeridir.no – Tap i produksjonen 1997-2017.

⁶⁴ Nmf.no – Rømming av 16000 oppdrettslaks, 2018.

3.4 Eksportmarkedet

Norge er verdens nest største eksportnasjon etter Kina, og preferansen for norsk laks er høy i markeder verden over⁶⁵. Markedet for atlantehavslaks har i gjennomsnitt økt med 6,6 % de siste 20 årene⁶⁶, og industrien har stort vekstpotensial også i fremtiden⁶⁷. Videre er EU det viktigste eksportmarkeder for norsk sjømat, og Polen, Danmark, Frankrike og Storbritannia er de viktigste enkeltlandene⁶⁸. I figur 8 illustreres de ti største eksportmarkedene for sjømat de siste tre årene:



Figur 8: De 10 største eksportmarkeder for sjømat, 2016-2018. Kilde: Egen tilvirkning (Seafood.no).

Økt etterspørsel fra disse markedene har bidratt til den rekordhøye lakseeksporten, og i løpet av de siste 10 årene har verdien av den norske sjømateksporten økt med 122 %⁶⁹. I 2018 eksporterte Norge alene laks for rekordhøye summer på hele 67,8 milliarder kroner⁷⁰. I figur 9 er verdien av norsk sjømateksport de siste tre årene illustrert, og tallene bekrefter en stigende eksport:

⁶⁵ Seafood.no - Et sjømatkonsum i endring, 2018.

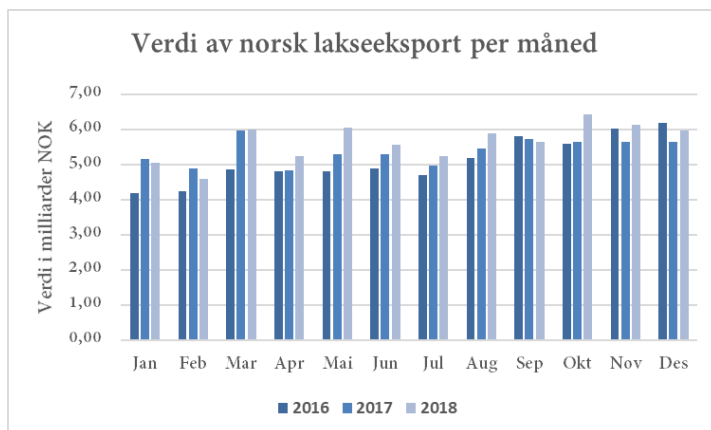
⁶⁶ Marine Harvest Salmon Farming Industry Handbook 2018, s. 28-29.

⁶⁷ SalMar årsrapport, 2017, s. 24.

⁶⁸ NTB, 2019a.

⁶⁹ Seafood.no – Sjømateksport for 99 milliarder i 2018, 2019.

⁷⁰ Ibid.



Figur 9: Verdi av norsk sjømateksport, 2016-2018. Kilde: Egen tilvirkning (Seafood.no).

Til tross for en eventyrlig utvikling har industrien opplevd en rekke problemer knyttet til oppdrett og produksjon. Lakselus, rømming, produksjonssvinn og tilgang på fôr er i dag noen av største utfordringene i industrien, og vi vil komme nærmere inn på disse forholdene i forbindelse med den strategiske analyse⁷¹.

SalMar befinner seg i lakseoppdrettsindustrien og atlantehavslaks står for den største delen av produksjonen⁷². Virksomheten eksporterer laks direkte til omkring 50 nasjoner og Europa er det viktigste markedet. Asia er det nest største markedet, og USA det tredje største basert på salg⁷³. MOWI, Lerøy Seafood, Bakkafrøst, Grieg Seafood, Austevoll Seafood, Norway Royal Salmon, The Scottish Salmon Company og Cermaq er de viktigste konkurrentene i bransjen. Grunnen til dette skyldes at de også har Europa, Asia og USA som sine viktigste markeder⁷⁴. Vi vil videre vurdere hvilke av disse konkurrentene som inngår i peer-gruppen.

3.5 Definisjon av peer-gruppe

I forbindelse med den strategiske og finansielle analysen av SalMar er det ønskelig å definere en peer-gruppe som vil danne et benchmark for analysen. Virksomhetene i peer-gruppen må oppfylle visse kriterier for at det skal være hensiktsmessig å vurdere SalMar i forhold til dem. Virksomhetene skal først og fremst ha lik regnskapspraksis, og regnskapene må reformuleres slik at virksomhetene behandler særlige

⁷¹ Norges fiskeri og kysthistorie – Havbruk.

⁷² Marine Harvest Salmon Farming Industry Handbook 2018, s. 16.

⁷³ SalMar årsrapport, 2017, s. 53.

⁷⁴ MHG årsrapport 2017, s. 47; LSG årsrapport, 2017 s. 7; Bakkafrøst årsrapport, 2017 s. 96; GSF årsrapport, 2017 s. 31; AUSS årsrapport, 2017 s. 17; NRS årsrapport, 2017 s.22; SSC årsrapport, 2017 s. 5.

regnskapsposter likt. I tillegg skal virksomhetene operere i samme industri, ha den samme risikoprofilen og samme konkurranseforhold⁷⁵.

Oslo Seafood Index (OSLSFX) består av totalt 12 selskaper som opererer innenfor sjømatsektoren, og ni av disse driver med lakseoppdrett⁷⁶. De ni selskapene er SalMar, MOWI, Lerøy Seafood, Grieg Seafood, Norway Royal Salmon, Austevoll Seafood, Bakkafrøst, Salmones Camanchaca og The Scottish Salmon Company. Vi vil hermed kort redegjøre for hvilke av disse ni selskapene som ekskluderes i peer-gruppen, og hvorfor.

Til tross for at Austevoll Seafood driver med lakseoppdrett, klassifiserer ikke virksomheten kjernedriften som lakseoppdrett da de produserer fiskemel- og olje, og andre pelagiske produkter⁷⁷. Selskapet vil derfor ikke ha samme risikoprofil som resten av virksomhetene, og ekskluderes hermed. Bakkafrøst, Salmones Camanchaca og The Scottish Salmon Company utelates også av peer-gruppen, og dette skyldes at selskapene ikke er norske, og hermed ikke opererer på de samme markedene, eller har sammenlignbart omkostningsbilde, marginer eller finansieringsbehov som resten av selskapene⁷⁸. Med utgangspunkt i dette mener vi at disse selskapene ikke har det samme risikobilde som resten av virksomhetene. Salmones Camanchaca ble også først børsnotert i 2018, noe som i tillegg sørger for at det ikke foreligger tilstrekkelig historisk data for sammenligning⁷⁹.

Med utgangspunkt i ovenstående har vi kommet frem til en peer-gruppe for SalMar som består av MOWI, Grieg Seafood, Lerøy Seafood og Norway Royal Salmon. Det er naturligvis forskjeller mellom selskapene. Eksempelvis driver også MOWI og Lerøy oppdrett av henholdsvis kveite og ørret, men selskapene er likevel sammenlignbare på bakgrunn av kriteriene diskutert overfor, samt kriteriene illustrert i tabell 3:

	Peer-gruppe				
	SalMar	MOWI	Lerøy Seafood	Grieg Seafood	Norway Royal Salmon
Driftsmessige forhold					
Lakseoppdrett som kjernedrift	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Integrert verdikjede	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Global distribusjon	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Antall konsesjoner	100	207	146	83	43
Slaktevolum laks 2017 (tonn)	135.200	370.346	157.767	62.598	31.918
Slaktevolum per konsesjon (tonn)	1352	1789	1081	754	742
Virksomhetsforhold					
Børsnotert på Oslo Børs	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Regnskapspraksis	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS

Tabell 3: Peer-gruppe. Kilde: Egen tilvirkning (Selskapenes årsrapporter 2017).

⁷⁵ Petersen & Plenborg, 2017, s. 65.

⁷⁶ Oslobors.no – OSLO Seafood Index, 2019.

⁷⁷ AUSS årsrapport, 2017, s. 3.

⁷⁸ Bakkafrøst årsrapport 2017, s. 10.

⁷⁹ Oslobors.no – Notering av Salmones Camanchaca S.A, 2018.

3.6 Delkonklusjon av bransjebeskrivelsen

Analysen av lakseindustrien viser at lakseprisen har stor påvirkningskraft på oppdrettsselskaperenes omsetning, og anses som den viktigste verdidriveren i industrien. Bransjen har opplevd en betydelig stigning i lakseprisen fra 2009-2018, men prisen er imidlertid meget volatil og vanskelig å spå fremadrettet. Likevel mener både Nordea Markets, Sparebanken 1 Markets og Handelsbanken Capital Markets at lakseprisen skal holde seg høy fremover. På en annen side spår DNB Markets at lakseprisen skal falle fremover som følge av at tilbudet skal vokse mer enn etterspørselen.

Tilbudet styres hovedsakelig av slaktevolum. De tre viktigste indikatorene for fremtidige slaktevolum er stående biomasse, utslipp av smolt og fôromkostninger. I tillegg vil slaktevolumet være påvirket av variasjoner i sjøtemperaturen, samt biologiske forhold og politiske reguleringer.

Videre er Norge verdens nest største eksportnasjon etter Kina. EU er det viktigste eksportmarkedet for norsk sjømat, og Polen, Danmark, Frankrike og Storbritannia er de viktigste enkeltlandene. Økt etterspørsel fra disse markedene har bidratt til den rekordhøye lakseeksporten, og i løpet av de siste 10 årene har verdien av den norske sjømateksporten økt med 122 %.

Til sist har vi definert en peer-gruppe bestående av MOWI, Lerøy Seafood, Grieg Seafood og Norway Royal Salmon. Selskapene argumenteres for å være sammenlignbare basert på kjernedrift og industri, regnskapspraksis og risiko.

4.0 Fundamentalanalyse

Formålet med den fundamentale analysen er å få et overblikk over SalMar sin strategiske og finansielle posisjon i oppdrettsindustrien. For å undersøke hvilke finansielle og strategiske faktorer som kan påvirke WACC og herav verdien av selskapet, vil det være avgjørende å kartlegge de mest sentrale verdidriverne. Dette innebærer å utarbeide en strategisk analyse, hvor sentrale interne, eksterne og bransjespesifikke faktorer vil bli analysert. Funnene i den strategiske analysen vil videre benyttes til å identifisere og forklare sentrale verdidrivere ved hjelp av en rentabilitetsanalyse. Selskapets finansielle risiko vil heretter avdekkes i en likviditetsanalyse. Analysene utformes ved bruk av data og viten om SalMar, den utvalgte peer-gruppen og resten av lakseindustrien. På bakgrunn av de nevnte analyser, vil sentrale verdidriverne for SalMar og bransjen bli identifisert, og disse vil være avgjørende for å undersøke sammenhengen mellom strategiske faktorer og WACC.

4.1 Strategisk analyse

Den strategiske analysen har til hensikt å identifisere sentrale interne, eksterne og bransjespesifikke faktorer som vil ha betydning for estimeringen av WACC. Dette betyr at både mikro- og makroøkonomiske faktorer må kartlegges. I den interne analysen vil SalMars verdikjede og verdifulle ressurser vurderes. Videre vil det bli foretatt en analyse av industrien ved bruk av Porters Five Forces, samt en analyse av makroperspektivet gjennom en PESTLE-analyse.

4.1.1 VRIO

VRIO er et rammeverk utviklet av Jay Barney (1991), og er relevant for å vurdere om en virksomhet kan oppnå en vedvarende konkurransemessig fordel ut fra kontrollerbare ressurser. For å oppnå en konkurransemessig fordel skal ressursene være verdifulle, sjeldne, vanskelige å imitere og effektivt organiserte⁸⁰. Analysen vil ta utgangspunkt i rammeverket presentert i tabell 4.

Rammeverk for analyse - SalMar	
Verdifull	Er SalMar i stand til å utnytte muligheter eller nøytralisere trussler?
Sjelden	Er det få konkurrenter som kontrollerer ressursen?
Vanskelig å imitere	Er det vanskelig å imitere ressursen, og vil det eventuelt medføre betydelige kostnader?
Effektivt organisert	Er SalMar organisert på en måte som gjør at ressursen utnyttes maksimalt?

Tabell 4: VRIO rammeverk. Kilde: Egen tilvirkning (Barney, 1991).

Analysen tar for seg sentrale og viktige ressurser for SalMar, herunder deres vertikal integrerte verdikjede, produksjonsanlegget InnovaMar, og Ocean Farm 1. Vi vil undersøke om disse oppfyller rammeverkets krav, og hermed om de kan klassifiseres som vedvarende konkurransemessige fordeler.

Vertikal integrert verdikjede

Vi har tidligere i oppgaven beskrevet SalMars vertikal integrerte verdikjede, og at selskapet kontrollerer alt fra produksjon, til salg av ferdige produkter. Dette er en verdifull ressurs fordi det medfører effektivitet, omkostningsbesparelser, innovasjon og uavhengighet. Ressursen fører også til maksimal utnyttelse i forbindelse med at SalMar strategisk sett fokuserer på å skape effektivitet innenfor store deler av verdikjeden⁸¹.

SalMar er dog ikke alene om å ha en vertikal integrert verdikjede, og Lerøy Seafood, Grieg Seafood og Norway Royal Salmon er eksempler på selskaper som også har kontroll over omtrent hele verdikjeden.

⁸⁰ Barney, 1991, s. 99.

⁸¹ SalMar årsrapport, 2017, s. 45.

MOWI kontrollerer som tidligere diskutert også deler av fôrproduksjonen, noe som gir MOWI enda større uavhengighet enn konkurrentene. Med utgangspunkt i dette er ressursen verken sjelden eller vanskelig å imitere, og utgjør derfor ikke en vedvarende konkurransemessig fordel. Til gjengjeld utgjør ressursen en konkurranseparitet for SalMar.

Lakseoppdrettsindustrien består imidlertid av flere mindre aktører, og overfor disse har SalMar en vedvarende konkurransemessig fordel. Dette forklares ved at de mindre virksomhetene ikke har de samme ressursene til å integrere verdikjeden vertikalt, og at det er for omkostningstungt å imitere den.

Produksjonsanlegget InnovaMar

InnovaMar er SalMars høyteknologiske slakte- og foredlingsanlegg, og dekker 17.500 kvadratmeter på Frøya i Midt-Norge. Anlegget er også en svært sentral og viktig ressurs for SalMar, fordi anlegget sørger for omkostningseffektivitet og innovasjon i forbindelse med slakting og bearbeiding av laks. Videre har anlegget kapasitet til å slakte 150.000 tonn laks, og er med det et av verdens mest effektive⁸². Ressursen er med utgangspunkt i dette svært verdifull for SalMar. Ressursen er også effektivt organisert i forbindelse med at anlegget ligger vegg i vegg med den gamle fabrikken på Frøya, noe som bidrar til stor fleksibilitet i produksjonen⁸³. Organiseringen og den gode kapasitetsutnyttelsen av anlegget sørger også for effektiv organisering, da slaktevolumet i 2017 utgjorde 121.000 tonn, en økning på 25.500 tonn fra 2016⁸⁴.

Både MOWI og Lerøy Seafood har eksempelvis også flere produksjonsanlegg i Norge, og de investerer også i nye teknologiske løsninger og innovasjon for å øke effektiviteten på produksjonsanleggene og posisjonere seg konkurransemessig⁸⁵. InnovaMar er derfor ikke en sjelden ressurs.

Videre krever det store investeringer og mye planlegging for å bygge nye og store produksjonsanlegg. Det er både kostbart, og en lang prosess. Derfor er det kun de største konkurrentene som har økonomi og mulighet til å gjennomføre slike prosjekter, hvorfor ressursen bare er imiterbar overfor store konkurrenter i bransjen.

SalMar kan med andre ord oppnå en vedvarende konkurransemessig fordel overfor mindre aktører på markedet, men ressursen bidrar ikke til en vedvarende konkurransemessig fordel på lang sikt overfor store selskaper i industrien.

⁸² SalMar.no – InnovaMar, 2019.

⁸³ Ibid.

⁸⁴ SalMar årsrapport, 2017, s. 49.

⁸⁵ Marine Harvest årsrapport, 2017, s. 33; Lerøy Seafood årsrapport, 2017; s. 7.

Ocean farm 1

I 2017 ble prosjektet Ocean Farm 1 etablert med det formål å utvikle biologiske og teknologiske aspekter av bærekraftig, havbasert fiskeoppdrett. Anlegget skal håndtere sentrale problemer knyttet til bæredyktig vekst i oppdrettsindustrien ved å åpne opp for bruken av havet som produksjonsområde for laks. Med andre ord skal anlegget sørge for å frakte oppdrett av laks fra fjordene og ut til havet⁸⁶.

Verdens matproduksjon må stige med 70 % i løpet av de neste ti årene. Samtidig er verdens ressurser under press, og det må fokuseres på bærekraftige og miljøvennlige produksjonsmetoder⁸⁷. Med utgangspunkt i ovenstående er Ocean Farm 1 verdifull for SalMar, da prosjektet skaper nye muligheter innenfor bærekraft og miljø. Tradisjonell fiske er nesten fullt utnyttet og anlegget skaper verdi fordi produksjonen kan vokse samtidig som hensyn til miljøutfordringer ivaretas. Samtidig er anlegget bygget for å eliminere risiko for forurensning, lakselus og rømming av laks, og ressursen nøytraliserer også derfor trusler for SalMar⁸⁸.

Videre er ressursen også sjelden, da Ocean Farm 1 er verdens første oppdrettsanlegg til havs⁸⁹. Fiskeridirektoratet har gjennom utviklingstillatelser lagt til rette for utvikling av kunnskap og teknologi i forhold til bærekraftighet. SalMar er den første norske produsenten som fikk Fiskeridirektoratets utviklingstillatelser, og det er derfor få konkurrenter som har mulighet til å kontrollere denne ressursen. Dette sørger også for at Ocean Farm 1 er sjelden.

Oppføring av anlegg som Ocean Farm 1 er på samme måte som InnovaMar tidskrevende, og betydelige investeringer i forskning, utvikling og teknologi er nødvendig. SalMar har eksempelvis investert over 700 millioner kroner i forbindelse med prosjektet Ocean Farm 1⁹⁰. Som argumentert for i vurderingen av InnovaMar, er ikke prosjektet mulig å imitere overfor mindre aktører. Større virksomheter har imidlertid på lang sikt mulighet til å utvikle samme teknologier og anlegg for å møte kravene til en mer bæredyktig produksjon. Andre selskaper som MOWI og Norway Royal Salmon har eksempelvis det seneste året også fått utviklingstillatelser fra Fiskeridirektoratet til lignende prosjekter⁹¹.

Videre er det tydelig at Ocean Farm 1 er organisert på en måte som gjør at ressursen utnyttes maksimalt. Teknologien sørger for at all fisk kan håndteres internt i anlegget og bruk av eksterne båter og utstyr er

⁸⁶ SalMar årsrapport, 2017, s. 51.

⁸⁷ SalMar.no – Havbasert fiskeoppdrett, 2019.

⁸⁸ Ibid.

⁸⁹ SalMar årsrapport, 2017, s. 8.

⁹⁰ Jørgensen, 2018.

⁹¹ Fiskeridir.no – Oversikt over søknader om utviklingstillatelser, 2019.

derfor ikke nødvendig. I tillegg opplever anlegget gode biologiske resultater med høy tilvekst og lav dødelighet blant laksen⁹². Dette gir SalMar en unik evne til å effektivisere produksjonen, og hermed utnytte og organisere ressursen effektivt.

Med utgangspunkt i ovenstående kan SalMar oppnå en konkurransemessig fordel overfor mindre aktører på markedet, men fordelene er ikke vedvarende på lang sikt overfor større aktører på markedet.

Oppsummering av VRIO

I tabell 5 er den interne analysen av SalMars ressurser oppsummert. Den vertikale integrerte verdikjeden skaper en konkurranseparitet, da den er verdifull og effektivt organisert, men hverken sjelden eller vanskelig å imitere. InnovaMar er verdifull og effektivt organisert, men ikke sjelden, da flere av konkurrentene til SalMar har høyteknologiske produksjonsanlegg. Dog vil det medføre betydelige omkostninger å utvikle slike produksjonsanlegg, og derfor er ressursen ikke-imiterbar. Dette gjelder kun overfor mindre selskaper, da større konkurrenter vil ha mulighet til å utvikle slike produksjonsanlegg på lengre sikt. Ocean Farm 1 er verdifull, effektivt organisert og en sjelden ressurs, med utgangspunkt i at anlegget er det eneste i verden, og at det kreves utviklingskonsesjoner fra Fiskeridirektoratet for å oppnå samme fordel. Ressursen vurderes dog som imiterbar av samme årsak som InnovaMar. Overfor mindre aktører på markedet, argumenteres det imidlertid for at Ocean Farm 1 er ikke-imiterbar, og derfor utgjør en vedvarende konkurransemessig fordel.

	V	R	I	O	Konkurransemessig fordel
Vertikal integrasjon	Ja	Nei	Nei	Ja	Paritet
InnovaMar	Ja	Nei	Ja/Nei	Ja	Midlertidig
Ocean Farm 1	Ja	Ja	Ja/Nei	Ja	Midlertidig

Tabell 5: Oppsummering VRIO. Kilde: Egen tilvirkning.

4.1.2 Porters Five Forces

Porters Five Forces er et eksternt rammeverk og brukes til å analysere hvordan ulike krefter påvirker konkurranseintensiteten i en bestemt industri⁹³. Analysen vil herved anvendes for å vurdere hvor attraktiv lakseoppdrettsindustrien er, og tar med dette utgangspunkt i trusselen for nye inntrengere og substitutter, leverandørers og kunders forhandlingskraft, samt rivalisering mellom eksisterende konkurrenter i bransjen.

⁹² SalMar årsrapport, 2017, s. 14.

⁹³ Porter, 1980.

Trusselen for nye inntrengere

SalMar, MOWI og Lerøy Seafood Group er de ledende selskaper i fiskeoppdrettsindustrien målt på slaktevolum⁹⁴. Selskapene presenterer i tillegg historisk høy lønnsomhet og rekordhøye resultater i 2017, og generelt er fiskeoppdrettsindustrien i stor utvikling og har et høyt vekstpotensial⁹⁵. Sterk global etterspørsel etter sjømat, større fokus på helsefordeler ved å spise fisk, og høye laksepriser er også faktorer som har gjort industrien attraktiv⁹⁶. Til tross for at industrien er attraktiv, er ikke nødvendigvis trusselen fra nye inntrengere høy, blant annet grunnet driftsmessige faktorer knyttet til produksjon, samt høye adgangsbarrierer og produksjonsomkostninger.

Investeringer knyttet til produksjonen

Biologiske og naturlige begrensninger, samt krav til riktig vanntemperatur, sørger for at lakseproduksjonen kun er mulig på utvalgte steder i Norge, Chile, Skottland, Færøyene, Irland, Island, Canada, USA, Tasmania og New Zealand⁹⁷. Produksjon av laks er også en langvarig prosess som strekker seg over tre år, og industrien er meget kapitalintensiv. Det er også forbundet store investeringsomkostninger til produksjon, anlegg og forskning og utvikling⁹⁸. Med utgangspunkt i dette er det begrenset hvor lett det er for nye selskaper å etablere seg i industrien.

Konsesjoner og utviklingskonsesjoner

Videre regulerer akvakulturloven hvordan havbruk i Norge etableres, drives og avvikles, og selskaper skal gjennom en omfattende godkjenningssprosess⁹⁹. Produksjonen av laks reguleres gjennom utstedelse av konsesjoner, og antallet konsesjoner bestemmes av Fiskeridirektoratet som er en del av norske regjering¹⁰⁰. Det er stor etterspørsel etter tillatelse for å drive med oppdrett, men det er meget krevende for nye aktører på markedet å få tak i konsesjoner, blant annet fordi myndighetene kontrollerer antallet og stiller en rekke krav for å godkjenne søknaden¹⁰¹. Videre er det også stor kamp om utviklingskonsesjoner. Fiskeridirektoratet har per dags dato behandlet 81 søknader, hvorav kun 10 av søknadene er godkjente. Totalt er det i søknadene tale om 599 utviklingskonsesjoner, hvorav 66 er godkjent¹⁰².

⁹⁴ Marine Harvest Salmon Farming Industry Handbook 2018, s. 36.

⁹⁵ SalMar årsrapport, 2017, s. 24.

⁹⁶ Marine Harvest Salmon Farming Industry Handbook 2018, s. 18.

⁹⁷ Ibid, s. 69.

⁹⁸ Ibid, s. 38.

⁹⁹ Laksefakta.no - Norske regler for miljø og oppdrett, 2018.

¹⁰⁰ The Norwegian Aquaculture Analysis 2016, s. 11.

¹⁰¹ Fiskeridir.no – Tildelingsprosessen, 2017.

¹⁰² Fiskeridir.no – Oversikt over søknader om utviklingstillatelser, 2019.

Oppsummering nye inntrengere

Ovenstående indikerer at en eventuell etablering i industrien er en krevende prosess som i stor grad reguleres av staten. Industrien har med andre ord høye adgangsbarrierer og trusselen fra nye inntrengere er lav.

Trusselen for substituerende produkter

Et produkt substituerer et annet dersom det potensielt sett kan erstatte produktet og samtidig tilby de samme fordelene og dekke de samme behovene¹⁰³. Videre beskrives et substitutt som perfekt dersom etterspørselen umiddelbart endres som følge av en prisendring¹⁰⁴. For å vurdere hvor stor denne trusselen er, må substitutter til oppdrettslaks defineres og vurderes.

Regnbueørret

Asche & Bjørndal peker på at det foreligger en moderat til høy grad av substituerbarhet mellom ulike former for laks, men at det formentlig er få eller ingen klare substitutter til produktet¹⁰⁵. Regnbueørreten er eksempelvis både genetisk, smaks- og utseendemessig veldig lik laksen, og fisken har blant annet vært et viktig substitutt på det russiske markedet. Lakse- og ørretpreisen har historisk sett også vist høy samvariasjon¹⁰⁶. Trusselen fra ørret som substitutt til oppdrettslaks vil formentlig øke dersom det viser seg at denne trenden snur, og ørretpreisen faller relativt til lakseprisen. Nedgangen i produksjonen av ørret som følge av stengning av det russiske markedet, har dog sørget for å minske trusselen regnbueørreten utgjør overfor laks¹⁰⁷.

Villaks

Laks et kvalitetsprodukt med en dominerende markedsandel og i 2017 utgjorde laks 94 % av alt salg av slaktet matfisk i Norge¹⁰⁸. I tillegg er laks den største arten som eksporteres fra Norge målt i volum og verdi, med 1.1 milliarder tonn, sammenlignet med 197.000 tonn torsk¹⁰⁹. Videre står også oppdrettslaks for 73 % av produksjonen i verden¹¹⁰. Villaksen, som er den resterende andelen, er også et klart substitutt. Andelen

¹⁰³ Porter, 1980.

¹⁰⁴ Asche & Bjørndal, 2011, s. 120.

¹⁰⁵ Ibid, s. 132.

¹⁰⁶ Berge, 2017.

¹⁰⁷ Ibid.

¹⁰⁸ SSB.no – Akvakultur, 2018.

¹⁰⁹ NTB, 2019a.

¹¹⁰ Marine Harvest Salmon Farming Industry Handbook 2018, s. 6.

av villaks er dog liten, og i Norge er eksempelvis tilbudet av villaksen i detaljhandelen ikke-eksisterende. På bakgrunn av dette er også trusselen fra dette substituttet lavt.

Kjøttprodukter

Forholdet mellom laks og andre fiske- og kjøttprodukter er også relevant i diskusjonen om hvor stor trusselen for substituerende produkter er. Kveg, svin og kylling er eksempelvis alle kilder til protein, og er derfor alternativer til oppdrettslaks, og hermed substitutter. Innholdet av omega-3 fettsyrer i laks er imidlertid overlegen sammenlignet med de andre kildene. I tillegg er laksen rik på viktige vitaminer og mineraler som har sørget for at inntak av laks globalt sett sees på som en helsefordel. Produksjonen av laks har også en mindre miljømessig påvirkning, enn produksjonen av tradisjonelt kjøtt som svin og kveg¹¹¹. Organisasjonen EAT publiserte også i 2019 en rapport som blant annet konkluderte med at det globale forbruket av rødt kjøtt må halveres innen 2050 for å sikre sunn mat til jordens voksende befolkning¹¹². Med utgangspunkt i dette argumenteres det for at konkurransen fra de beskrevne kjøttproduktene er lav, og at substituttene ikke utgjør en trussel.

Oppsummering substituerende produkter

Etterspørselen etter laks vil på bakgrunn av ovenstående ikke påvirkes av substituerende produkter, og trusselen for substitutter er lav. Økt laksepris kan imidlertid potensielt sørge for at prissensitive konsumenter finner alternative proteinkilder, og trusselen kan øke i fremtiden dersom prisen på laks stiger.

Leverandørenes forhandlingskraft

Leverandører har stor forhandlingskraft dersom de har mulighet til å kontrollere priser, kvalitet og konkurransen i en industri. Makten avhenger av ulike karakteristika som antall og størrelse, produktdifferensiering og vertikal integrasjon, og jo færre selskaper som dominerer industrien, jo større forhandlingskraft har de¹¹³. Leverandører i lakseindustrien er produsenter av utstyr, installasjoner, maskiner, fiskefôr, farmaselskaper og transportselskaper. Fiskefôr er imidlertid den desidert viktigste leverandøren for lakseoppdrettsindustrien, hvorfor diskusjonen vil konsentreres omkring leverandører av fiskefôr.

¹¹¹ Marine Harvest Salmon Farming Industry Handbook 2018, s. 19-20.

¹¹² Johannessen, 2019.

¹¹³ Porter, 1980.

Verdikjeden

MOWI, Lerøy og SalMar kontrollerer alle hele verdikjeden i Norge, fra oppdrett og slakting til salg og distribusjon¹¹⁴. Vertikal integrasjon sørger derfor for at oppdrettsselskapene blir mindre avhengig av eksterne produsenter, distributører og andre mellomledd. Dette svekker leverandørenes forhandlingskraft, fordi selskapene blir mer og mer selvdrevne.

Fôrindustrien

Norge og Chile står tilsammen for 76 % av produksjonen av fôr brukt til lakseproduksjon i verden¹¹⁵. I Norge har Skretting, EWOS og BioMar lenge dominert på fôrmarkedet, og selskapene er viktige leverandører til de store oppdrettsselskapene¹¹⁶. I 2013 var Skretting markedsleder med en markedsandel på 43 %. Videre kontrollerte EWOS og BioMar på samme tid henholdsvis 32 % og 25 % av markedet¹¹⁷. En konsolidert fôrindustri sørger for økt forhandlingskraft hos fôrleverandørene.

I senere år har imidlertid flere aktører kommet på markedet, og i 2018 falt Skrettings markedsandel til 29 %¹¹⁸. Fôrmarkedet er blitt mer fragmentert, og beskrives som et høyt konkurranseutsatt marked hvor mindre fôraktører som Polarfeed, Bakkafrøst og Aller Aqua har kommet til på markedet. Overkapasitet og den harde konkurransen i markedet har blant annet sørget for at verdens største fôrprodusent, Skretting, har måttet stenge en av fabrikkene sine i Storbritannia¹¹⁹. Sterkere konkurranse og flere aktører på fôrmarkedet svekker leverandørenes forhandlingskraft.

MOWI har som beskrevet tidligere bygget en egen fôrfabrikk med mål om å bli selvforsynt innenfor fiskefôr, og slik har de kapret 17 % av det totale fôrmarkedet. Produksjon av eget fôr sørger for at lakseoppdrettsselskapene blir mindre avhengig av eksterne leverandører, noe som minsker forhandlingskraften til fôrprodusentene. Beregninger viser at MOWI i 2016 bespart 85 øre per kilo ved eget anlegg¹²⁰. Omkostningsbesparelser som dette kan også inspirere andre selskaper til å integrere produksjonen av fôr i verdikjeden, som vil ha en negativ effekt på fôrleverandørenes forhandlingskraft.

Et annet forhold i forbindelse med fôrleverandørenes forhandlingskraft knyttes til hvor avhengig oppdrettsselskapene er av leveransen av fôr. Vi har tidligere beskrevet viktigheten av fôr i produksjonen, og

¹¹⁴ SalMar.no – Salg og distribusjon, 2019.

¹¹⁵ Marine Harvest Salmon Farming Industry Handbook 2018, s. 52.

¹¹⁶ Berge, 2016a.

¹¹⁷ Berge, 2013.

¹¹⁸ Marine Harvest Salmon Farming Industry Handbook 2018, s. 54.

¹¹⁹ Witzøe, Evans & Berge, 2018.

¹²⁰ Berge, 2016b.

at fôr utgjør omtrent halvparten av produksjonsomkostningene. Relativt små prisstigninger på fôr vil derfor føre til store omkostninger for oppdrettsselskapene, noe som reduserer virksomhetenes profitabilitet. Dette er en viktig faktor som styrker fôrleverandørenes forhandlingskraft.

Oppsummering leverandørenes forhandlingskraft

Samlet sett sørger vertikal integrasjon, mange leverandører på markedet, hard konkurranse, liten produktdifferensiering og begrensede markeder å selge produktet til, for svekket forhandlingskraft blant fôrleverandørene. Fôrleverandørenes forhandlingskraft argumenteres dog for å være styrket som følge av oppdrettsselskapenes avhengighet i produksjonen, og sensitiviteten overfor prisendringer. Leverandørenes samlede forhandlingskraft vurderes derfor som moderat. Forhandlingskraften til fôrprodusentene kan dog svekkes som følge av at flere selskaper følger i MOWIs fotspor, og integrerer fôrproduksjonen i verdikjeden, og at konkurransen tilspisses ytterligere.

Kundenes forhandlingskraft

Industriens største kunder er detaljhandler og dagligvarekjeder, samt industrikunder innenfor eksport og import¹²¹. Fisken distribueres hel, fersk eller frossen, filtrert eller i porsjoner til hundrevis av markeder verden over¹²². Videre er EU som tidligere beskrevet det viktigste eksportmarkedet for norsk sjømat, og det eksporterte volumet har steget til rekordhøye verdier de siste årene¹²³. Restaurantmarkedet i Kina er samtidig viktig for norsk lakseeksport¹²⁴. Industrien har med utgangspunkt i dette et bredt spekter av potensielle kunder, og kundenes forhandlingskraft er med utgangspunkt i dette lav fordi industriens avhengighet til kundene er liten. Dog vil forhandlingskraften variere innenfor ulike kundegrupper og markeder, og avhenge av faktorer som differensiering, bytteomkostninger, vertikal integrasjon og krav til pris og kvalitet, hvilket vi vil vurdere nærmere.

Differensiering, bytteomkostninger og kvantumsrabatter

Lakseindustriens produkter er standardiserte og lite differensierte, noe som sørger for at kundene kan velge å bytte leverandør uten at det går på bekostning av produktene. Såfremt det ikke foreligger kontrakter mellom kunde og leverandør, kan kundene også bytte leverandør uten store omkostninger på grunn av produktenes homogenitet. Liten produktdifferensiering og lave bytteomkostninger i industrien styrker forhandlingskraften til kundene. Store kunder som detaljhandlere og matvarekjeder kan gjennom

¹²¹ Marine Harvest Salmon Farming Industry Handbook 2018, s. 110.

¹²² SalMar.no – Oppdretts ABC, 2019.

¹²³ NTB, 2019a.

¹²⁴ Seafood.no - Fiskemarked Kina, 2018.

kontrakter og avtaler også dra nytte av kvantumsrabatter og lavere priser, som vil bidra til å styrke kundenes forhandlingskraft. Markedet for laks er også prissensitivt, hvor lavere priser i høy grad simulerer etterspørsel¹²⁵. Dette indikerer også at kundenes forhandlingskraft er stor.

Vertikal integrasjon

Som beskrevet under leverandørenes forhandlingskraft er mange av selskapene i industrien mindre avhengige av eksterne mellomledd som følge av en mer integrert verdikjede. Dette fører til at det gir mindre mening for kundene i industrien å selv investere i eksempelvis produksjon eller teknologi. Dette gir kundene lavere forhandlingskraft. I tillegg svekkes kundenes forhandlingskraft ved at lakseprodusentene hele tiden prøver å differensiere produktene sine ved strengere krav til produksjon, miljø og kvalitet. Dette svekker også kundenes forhandlingskraft.

Oppsummering kundenes forhandlingskraft

Det argumenteres for at forhandlingskraften er moderat. Mange potensielle kjøpere i industrien, økt fokus på differensiering og liten trussel fra kunders integrering i produksjonen, taler for at kundene har lav forhandlingskraft. Produktene er dog fremdeles homogene og lite differensierte, samt at sammen med store forhandleres fordelaktige kontrakter og kvantumsrabatter, prissensitive forhandlere og lave bytteomkostninger, er kundenes forhandlingskraft høy. Kundenes forhandlingskraft er samlet sett moderat med utgangspunkt i ovenstående diskusjon.

Rivalisering mellom eksisterende konkurrenter

Høy rivalisering i bransjen påvirker industriens profitt, og styrkes av at det er mange virksomheter som opererer i bransjen, svak bransjevekst, høye utgangsbarrierer, og at virksomheter har sterk tilknytning til forretningsmodellen. I tillegg påvirkes rivaliseringen av samtlige faktorer analysen til nå har vurdert. Med utgangspunkt i disse forholdene vil rivaliseringen i industrien analyseres.

Antall selskaper i bransjen

Til tross for at det opererer omkring 100 forskjellige produksjonsselskaper innenfor lakseoppdrett i Norge, domineres markedet av MOWI, SalMar og Lerøy Seafood som er de desidert største¹²⁶. Industrien har også vært preget av en større konsolidering, hvor det sees en nedgang i antall selskaper og vekst blant de dominerende selskapene. Sammenlagt medfører dette en mindre intensiv rivalisering, fordi selskapene opplever mindre konkurranse og økt lønnsomhet. På en annen side regulerer norske myndigheter

¹²⁵ Berge, 2018b.

¹²⁶ Marine Harvest Salmon Farming Industry Handbook 2018, s. 36-37.

markedet ved å legge til rette for en desentral struktur og lokale eierskap, som skaper en økt rivalisering mellom eksisterende konkurrenter¹²⁷. Økt rivalisering oppstår også som følge av at de dominerende selskapene i industrien konkurrerer om leverandørkontrakter og tilgang til konsesjoner.

Vekst og utgangsbarrierer

Regjeringen i Norge har en visjon om at Norge skal være verdens fremste sjømatnasjon, da dette blant annet vil styrke global matsikkerhet, og sørge for en miljømessig bærekraftig forvaltning¹²⁸. Større vekst i industrien vil føre til en mindre intensiv rivalisering mellom eksisterende konkurrenter, fordi virksomhetene dekker de voksende markedene, fremfor å kapre eksisterende markedsandeler fra hverandre. I forbindelse med konsolideringen i industrien de siste årene, sees det uproblematisk å kjøpe og selge virksomheter. I tillegg kan konsesjoner og lisenser enkelt overføres og infrastrukturen i industrien er ens. Disse forholdene sørger for lave utgangsbarrierer, og en mindre intensiv rivalisering i industrien. På en annen side, gjennomfører oppdrettsselskapene betydelige investeringer i komplekst og bransjespesifikt utstyr og i anlegg som er spesialdesignet til oppdrett og slakting. Dette taler for høye utgangsbarrierer, hvilket sørger for en mer intensiv rivalisering.

Pris-konkurranse og investeringer

Oppdrettsindustrien preges av homogene produkter, liten produktdifferensiering og lave bytteomkostninger. Dette kan føre til en større priskonkurranse, og dermed større rivalisering mellom eksisterende konkurrenter. Virksomhetene i bransjen gjennomfører også betydelige investeringer i produksjonsutstyr som er spesiallaget til lakseoppdrettsindustrien. Flere av lakseoppdrettsselskapene i Norge er også familieeid, hvilket sørger for en sterk tilknytning til forretningsmodellen¹²⁹. Disse forholdene taler for en mer intensiv rivalisering i bransjen.

Oppsummering rivalisering i bransjen

Den samlede rivaliseringen i bransjen er med utgangspunkt i ovenstående høy. Dette fordi det er høye utgangsbarrierer, det tilbys homogene produkter uten differensiering, det er lave bytteomkostninger, stor konkurranse om kontrakter og konsesjoner blant dominerende virksomheter, statlig regulering av desentrale eierskap, og tilknytning til industrien gjennom betydelige bransjespesifikke investeringer som sørger for en sterkere rivalisering i industrien.

¹²⁷ Marine Harvest Salmon Farming Industry Handbook 2018, s. 36-37.

¹²⁸ Det Kongelige Fiskeri- og Kystdepartement – Verdens fremste sjømatnasjon, 2013.

¹²⁹ EY The Norwegian Aquaculture Analysis 2016, s. 10.

Oppsummering av Porters Five Forces

I ovenstående analyse er påvirkningskraften fra de fem kreftene i lakseoppdrettsindustrien analysert. Hensikten med analysen er å vurdere hvor attraktiv bransjen er for de eksisterende selskapene, og bransjen betraktes som attraktiv. Dette begrunnes med utgangspunkt i at trusselen fra nye inntrengere og substitutter er lav. Kundenes forhandlingskraft er moderat og forhandlingskraften svekkes av at industrien preges av et bredt spekter av potensielle kunder, og hermed lav avhengighet til disse. Det gir heller ikke mening for kundene å investere i eget utstyr eller teknologi, noe som også svekker forhandlingskraften. Leverandørenes forhandlingskraft er også moderat og svekkes som følge av selskapenes vertikal integrert verdikjede og stigning i antallet av fôrleverandører.

Motsatt begrenses imidlertid attraktiviteten i industrien av at produktet som selges er lite differensiert, og at store kunder har mulighet for inngåelsen av kvantumsrabatter og kontrakter som gjør oppdrettsselskapene bundet til visse kunder. Dette styrker på motsatt side kundenes forhandlingskraft. I forhold til leverandørene, svekkes attraktiviteten og leverandørenes forhandlingskraft styrkes, ved at avhengigheten til viktige leverandører er stor, og at fôrleverandører har stor innflytelse på pris og hermed produksjonsomkostninger. Resultatene fra analysen er oppsummert i tabell 6:

Krefter	Lav	Moderat	Høy
Trusselen for nye inntrengere	X		
Trusselen for substitutter	X		
Leverandørers forhandlingskraft		X	
Kunders forhandlingskraft		X	
Rivalisering i bransjen			X

Tabell 6: Porters Five Forces oppsummering. Kilde: Egen tilvirkning.

4.1.3 PESTLE

Lakseoppdrettsindustrien er en volatil bransje som påvirkes av flere eksterne markedsfaktorer det er vanskelig å beskytte seg mot. Den følgende PESTLE-analysen har som hovedformål å identifisere sentrale eksterne markedsfaktorer som lakseoppdrettsindustrien står overfor, herunder ulike risikoelementer som vil ha påvirkning på komponentene i WACC.

Politiske og lovlige forhold

Lakseoppdrettsnæringen er sterkt regulert av myndighetene og avhenger i stor grad av politiske og lovlige forhold. Disse reguleringene fokuserer blant annet på at miljømessige restriksjonene overholdes og at kystlinjen beskyttes. Videre er aktiviteten i den norske sjømateksporten sterkt påvirket av internasjonale politiske forhold, som politiske handelsbarrierer og restriksjoner, skattepolitikk, tariffen og politisk stabilitet.

Til tross for både Brexit, en pågående handelskrig mellom Kina og USA, og andre utfordringer, eksporterte Norge sjømat for rekordhøye 99 milliarder kroner i 2018¹³⁰.

Både i Norge og i andre viktige konsumentland utsettes lakseindustrien for et kritisk søkelys fra ulike organisasjoner og medier. Dette er blant annet knyttet til ansvar relatert til lokal forurensning, transport ut i markedene og fôrtilgang. Store deler av dette knyttes til klimaavtrykk og andre bærekraftutfordringer. Disse problemstillingene må næringen forholde seg til gjennom politiske reguleringer. Det vil bli stilt gradvis strengere krav til klimautslipp og når det gjelder transport til kunde, kan økte CO2 skatter medføre mindre attraktiv flyfrakt. Videre vil det i økende grad stilles krav til produksjonsmetodene og om uttaket er bærekraftig. Iverksettelsen av de såkalte utviklingstillatelsene diskutert under «teknologiske forhold» er et annet politisk initiativ iverksatt for å verne om miljøet¹³¹. Disse tiltakene kan bidra til å styrke næringens omdømme.

Politikerne har i årevis diskutert hvorvidt lakseindustrien skal betale en avgift til vertskommunene for bruk av arealene til sjøs. Denne avgiften er en såkalt grunnrenteskatt, som er en ekstra skatt som pålegges næringer som tjener penger på å benytte fellesskapets ressurser. I 2017 fikk Sosialistisk Venstreparti flertall på Stortinget for en grunnrentebeskatning på 25 øre per kilo laks som eksporteres. Tidligere fiskeriminister, Per Sandberg, mener imidlertid dette vil bryte med Norge sine EFTA-forpliktelser. Det oppleves også motstand i de resterende regjeringspartiene mot ny lakseskatt, og den kan bli stanset allerede under vårens landsmøter. Dette da det argumenteres for at tiltaket ikke nødvendigvis er den beste måten å skape vekst i kommuner som har oppdrettsnæring. En ny utredning er derfor under behandling og skal ligge klar i november 2019¹³².

Handelskrigen mellom Kina og USA har gjort verdenshandelen vesentlig mer uforutsigbar og vil i stor grad kunne ramme norsk sjømateksport. USA gjør klar en ny straffetoll mot Kina som kan gi særlige konsekvenser for det globale sjømatmarkedet. Norge og Kina er verdens to største fiskemateksportører og Norge eksporterer hele 95 % av all sjømat som produseres. Kina har allerede innført en straffetoll på 25 % på amerikansk sjømat og dersom USA velger å innføre 10 % tilleggstoll på kinesisk sjømat, kan det gi store konsekvenser for hele det globale sjømatmarkedet. Det er for tidlig å si hvordan et slikt dominospill vil

¹³⁰ Seafood.no – Sjømat for 99 milliarder i 2018, 2018.

¹³¹ Norsk klimastiftelse – Hvordan møte klimarisiko, 2018, s. 56-59.

¹³² NTB, 2019b.

påvirke norsk sjømatindustri, men direktøren for Norsk Sjømatråd i Kina er overbevist om at næringen er avhengig av åpne markeder og forutsigbare rammebetingelser¹³³.

Utviklingen i verdenshandelen som følge av handelskrigene trenger dog ikke å bli så negativ som mange frykter i 2019. Flere har tro på at presidentene Trump og Xi vil foreslå en ny handelsavtale mellom to av verdens største økonomier i 2019. Dersom dette blir utfallet, identifiseres en positiv trend for verdenshandelen, og medfølgende for veksten i verdensøkonomien¹³⁴. En positiv trend i verdenshandelen er avgjørende for verdien av norsk sjømateksport, nettopp fordi Norge eksporterer en betydelig andel av all sjømat som produseres.

Brexit er en annen politisk situasjon som også vil ha konsekvenser for eksport av norsk sjømat. Hvert år eksporterer Norge sjømat til Storbritannia for rundt 5,7 milliarder kroner, som gjør det til landets fjerde største marked. Bank of England forventer betydelige negative konsekvenser for britisk økonomi dersom de velger å forlate EU i 2019. Størrelsen på britisk økonomi kan falle med mellom 1,75% til -10,5% hvis de trer ut av medlemskapet. De største konsekvensene oppstår imidlertid dersom de forlater EU uten en overgangsavtale, en såkalt hard Brexit. I dette tilfellet vil arbeidsledigheten kunne dobles til 8 %, som vil ha en direkte påvirkning på blant annet inflasjonen. Det beste scenarioet vil være at britene inngår en avtale om et økonomisk partnerskap med EU, f.eks. en EØS-avtale for å bevare verdiskapningen i økonomien¹³⁵.

Per dags dato er det ikke kommet et endelig forslag til en Brexit-løsning, men det er forventet at Storbritannia blir værende i EUs tollunion mens det pågår forhandlinger om mer permanente løsninger. Flertallet i parlamentet stemmer mot en hard Brexit, og Bookmakerne tror at Brexit blir utsatt. Ashmyhr fra Norges sjømatsråd mener at en såkalt hard Brexit vil være det verste alternativet for eksport av norsk sjømat til Storbritannia¹³⁶. Fiskeriministeren Tom Harald Nesvik, mener at de gjør alt de kan for å gi fiskerinæringen forutsigbarhet og ferske nyheter bekrefter at Storbritannia og Norge har ferdigforhandlet en tollavtale som trer i kraft dersom de forlater EU uten en avtale. Dette innebærer at tollfri norsk sjømat er sikret dersom hard Brexit blir en realitet¹³⁷.

Videre er det en god nyhet for eksporten av norsk sjømat, at den siste handelshindringen for salg av norsk laks til det kinesiske markedet er fjernet. Kina har opphevet forbudet mot å importere laks som er slaktet i

¹³³ Iversen, 2018.

¹³⁴ Fondsfinans kapitalforvaltning – Økonomiske utsikter 2019, 2019, s. 3

¹³⁵ Ibid.

¹³⁶ NTB, 2018a.

¹³⁷ Ilaks.no – Tollfri sjømat sikret i norsk-britisk enighet ved «No deal-Brexit», 2019.

Troms, Trøndelag og Nordland. Etter at den kinesiske dissidenten Liu Xiaobo fikk tildelt Nobels fredspris i 2010, stanset Kina importen av norsk laks. Denne handelshindringen ble fjernet i fjor, men forbudet ble ikke opphevet for alle fylkene før i juli 2018. Den tidligere fiskeriministeren, Per Sandberg, mener dette er viktige og gode nyheter for norsk laksenæring¹³⁸.

Økonomiske faktorer

Valutakurser, inflasjon og renter påvirker i stor grad hvordan lakseindustrien tar beslutninger og opererer i markedet. Prisen på olje falt betraktelig i 2014, noe som forårsaket svakere utsikter for norsk økonomi. Dette gir utslag på kronekursen, som har stor påvirkningskraft på inflasjonen, og som igjen påvirker styringsrenten og Norges Bank. Kronekursen svekket seg som et resultat av fall i oljeprisen, hvilket påvirker norsk sjømateksport ettersom Norge eksporterer store mengder laks til utlandet. Effekten er positiv, da sjømaten blir mer konkurransedyktig¹³⁹. Valutakurser er derfor en viktig verdidriver i oppdrettsbransjen.

De seneste årene har den norske kronen opplevd store svekkelser, og på julaften 2018 var kronekursen på det laveste nivået siden finanskrisen, og passerte 10 kroner mot euroen¹⁴⁰. Dette har stor betydning for lakseindustrien, da EU er det viktigste markedet for norsk sjømateksport. Norsk lakseeksport til EU passerte 73 % og i 2018 eksporterte Norge hele 1,7 millioner tonn sjømat til EU for 66 milliarder kroner. Dette er en økning på 8 % sammenlignet med 2017¹⁴¹. Denne veksten i sjømateksporten er blant annet et resultat av en svak norsk krone. Valutakursutviklingen mellom EU og Norge er derfor særlig viktig for SalMar, da EU i 2017 var selskapets viktigste marked¹⁴². Analytikerne har estimert at EU også er det største markedet fremadrettet¹⁴³. Dette innebærer at utviklingen i valutakurser har en direkte og indirekte økonomisk risiko for SalMar da størstedelen av konsernets produkter selges internasjonalt, hovedsakelig med oppgjør i EUR, GBP, JPY og USD. Selskapet kan dog i en viss grad beskytte seg mot valutarisiko gjennom bruk av terminkontrakter som sikringsinstrument¹⁴⁴.

Utsiktene fremadrettet for den norske kronen er meget omdiskutert. Et hovedscenario, gitt økt oljepris og en brukbar økonomisk vekst, er at den norske kronen styrker seg i 2019. Det vil ikke være overraskende hvis kronen stryker seg til under EURNOK 9,50 i løpet av året. På en annen side, har historien vist at

¹³⁸ Ytreberg, 2018b.

¹³⁹ Nilsen & Framstad, 2017.

¹⁴⁰ Høgseth, Hovland & Bach, 2018.

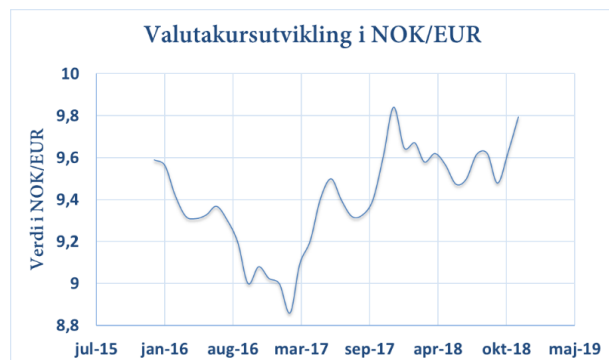
¹⁴¹ Seafood.no – Sjømateksport, 2019.

¹⁴² SalMar årsrapport, 2017, s. 53.

¹⁴³ Sparebank 1 Report – Salmon Weekly, 2019, s. 11.

¹⁴⁴ SalMar årsrapport, 2017, s. 50.

ingenting er sikkert med henhold til verdiutvikling i valutamarkedene. Avhengig av oljepris, økonomisk utvikling, geopolittikk, og atferd fra Norges Bank og andre sentralbanker, finnes det flere scenarioer hvor kronens verdi mot slutten av 2019 kan ligge et sted mellom EURNOK 7,50 og 12,0¹⁴⁵.



Figur 10: Utvikling i NOK/EUR januar 2016-desember 2018. Kilde: Egen tilvirkning (Norges Bank).

Gjennom 2018 har den norske prisveksten steget. Dette gjelder både for kjerneinflasjonen (uten energivarer og justert for avgiftsendringer), og den samlede inflasjonen. I desember 2018 var kjerneinflasjonen 2,1 % og samlet inflasjon 3,5 %. Det samlede inflasjonsnivået på 3,5 % er høyt sammenlignet med 1,6 % i januar samme år¹⁴⁶. Denne utviklingen fortsetter inn i 2019 og i februar var inflasjonstallene overraskende sterke. Kjerneinflasjonen, som analytikere og økonomer anser som mest relevant, kom inn på 2,6 %¹⁴⁷. Stigningen i kjerneinflasjonen skyldes trolig kronesvekkelsen som inntraff ved utgangen av 2017 og økt lønnsvekst. Det spås at høyere kapasitetsutnyttelse og høyere lønnsvekst vil bidra til å løfte prisene fremadrettet. På en annen side kan en potensiell styrkelse av den norske kronen dra inflasjonen noe ned i tiden fremover. Oppsummert anslås det at inflasjonen vil ligge så vidt i underkant av inflasjonsmålet på 2 %¹⁴⁸.

Den samlede inflasjonen har også steget globalt som følge av stigende energipriser. Den samlede inflasjonen forventes imidlertid å falle tilbake som følge av siste tids nedgang i energiprisene. I lys av dagens situasjon, vil det være viktig for sentralbankene å vurdere muligheten for økt inflasjon som følge av økt etterspørsel etter arbeidskraft og høyere lønnsvekst. Disse forholdene er synlig i blant annet Eurosonen, som opplever økt lønnsvekst og fallende arbeidsledighet. Det er dog store variasjoner mellom landene. Lønnsveksten kan fremadrettet være en årsak til stigende inflasjon, men bedrifter kan også være

¹⁴⁵ Fondsfinans kapitalforvaltning – Økonomiske utsikter 2019, 2019, s. 15.

¹⁴⁶ Tradingeconomics.com – Inflation, 2019.

¹⁴⁷ Christensen, 2019.

¹⁴⁸ Fondsfinans kapitalforvaltning – Økonomiske utsikter 2019, 2019, s. 15.

fristet til å øke prisene i de landene hvor økonomien overopphettes. Den pågående handelskonflikten kan også medføre stigende priser på enkelte varer og tjenester¹⁴⁹. Disse forholdene vil påvirke SalMar, da land i Eurosonen som beskrevet tidligere utgjør et viktig marked for lakseindustrien.

I mars i år valgte Norges Bank å heve renten med et kvart prosentpoeng, opp til 1 %¹⁵⁰. Umiddelbart etter styrket kronen seg mot både euro og dollar. På bakgrunn av høyere inflasjon enn forventet og utsiktene for norsk økonomi, anser Norges Bank at en gradvis renteoppgang i årene fremover er fornuftig politikk. I den pengepolitiske rapporten utgitt i desember, varslet Norges Bank to rentehevinger i 2019, som tilsvarer en rente ved utgangen av 2019 på 1,25 %. Dersom større turbulens i finansmarkedene unngås og den globale veksten holdes på et stabilt nivå, er det nærliggende å tro at renteøkningene gjennomføres som varslet¹⁵¹. Nordea-analytiker Bernhardsen, spår en ny renteøkning allerede på junimøtet og mener det er sannsynlig at Norges Bank hever renten ytterligere i løpet av 2019¹⁵². Det som taler imot høyere rente er imidlertid internasjonal usikkerhet. Den økonomiske veksten i Europa og Kina har bremsset opp og sentralbankene i blant annet euroområdet og USA endrer sine renteplaner. Dette skyldes blant annet den pågående handelskrigen mellom USA og Kina, samt en uopklart Brexit¹⁵³.

På bakgrunn av ovenstående prognoser, er de økonomiske utsiktene for norsk økonomi vanskelig å spå. En forventning er dog at kronen de nærmeste årene vil styrke seg noe. Dette kan gi et negativt bidrag til aktivitetene og avkastningen i norsk lakseoppdrettseksport. Samtidig varsler Norges Bank gradvis renteoppgang i årene fremover. I tillegg er det mye som tyder på at den underliggende inflasjonen går mot inflasjonsmålet fremadrettet, men inflasjonen kan begrenses av en høyere styringsrente.

Sosiokulturelle forhold

Verden opplever økt global etterspørsel etter mat, da den globale populasjonen vokser. Samtidig opplever vi lønnsvekst, fallende arbeidsledighet og en økt middelklasse i store vekstmarkeder. Disse faktorene bidrar til forventninger om at etterspørselen etter proteinrik mat av høy kvalitet vil vokse fremadrettet. Som diskutert tidligere bidrar sjømat til flere helsefordeler, og disse fordelene blir i voksende grad promotert for av store globale helseråd. I tillegg til dette fastslås det at akvakultur er en mer ressurseffektiv industri enn

¹⁴⁹ Fondsfinans kapitalforvaltning – Økonomiske utsikter 2019, 2019, s. 20-21.

¹⁵⁰ Knudsen & Lorentzen, 2019.

¹⁵¹ Fondsfinans kapitalforvaltning – Økonomiske utsikter 2019, 2019, s. 16.

¹⁵² Hopeland, Sagmoen & Høgseth, 2019.

¹⁵³ E24.no – Rentemøte mars 2019, 2019.

det landbruk er. Atlantisk laks anses som sunn, samtidig som industrien er mer ressurseffektiv og klimavennlig sammenlignet med for eksempel landbruksindustrien og kjøttindustrien¹⁵⁴.

Laks anses som et helseprodukt og inneholder en rekke vitaminer, mineraler, proteiner og sunne fettsyrer. Dette i kombinasjon med en økende global sunnhetsrend er meget gunstig for lakseoppdrettsindustrien. Spesielt stor er etterspørselen etter norsk laks da laksen har et høyt kvalitetsstempel¹⁵⁵. Forskning viser at å inkludere laks i måltidene vil forbedre din generelle helse. Dette i kombinasjon med et økende antall overvektige mennesker globalt, medfører at stater, samt mat- og helseorganisasjoner ønsker å motivere befolkningen til å spise mer fisk, særlig fet fisk som laks¹⁵⁶.

I tillegg til at laks anses som et helseprodukt, er produksjonen en nokså klimavennlig proteinkilde. Oppdrettsfisk forventes å være en fremtidig løsning på å forsyne befolkningen med viktig proteiner samtidig som negative miljøpåvirkninger reduseres. Sammenlignet med andre produsenter av proteiner, er produksjonen av oppdrettslaks mindre miljøskadelig. Det at oppdrettslaksen er mindre miljøskadelig enn kjøttproduksjon, betyr dog ikke at lakseoppdrett er bra for miljøet. Eksempelvis er fôret oppdrettslaksen spiser lite bærekraftig. Norge importerer store mengder soya fra Brasil for å fôre laksen. Dette er veldig problematisk da brasiliansk soyaproduksjon har flere negative miljøeffekter, og oppdrettsnæringen er den største forbrukeren av soya. I tillegg til dette forårsaker næringen forurensning og klimautslipp¹⁵⁷.

Miljøbevissthet er en økende trend, særlig blant den yngre befolkningen. De krever enda strengere klimaregler, og ønsker at staten skal lage et lovverk for miljø og klima som stiller like strenge krav til folk som røykeloven¹⁵⁸. Det kan derfor tenkes at dersom ikke lakseoppdrettsindustrien får løst sine miljøutfordringer, står næringen i fare for å bli boikottet av en stadig voksende og miljøbevisst yngre befolkning.

Det er allerede iverksatt flere tiltak for å løse mange av miljøproblemene i lakseindustrien. SalMar krever blant annet at deres fôrleverandører utelukkende benytter seg av ProTerra sertifisert soya, som er den strengeste sertifiseringen for å bidra til bærekraftig dyrking av soya¹⁵⁹. I tillegg er det satt i gang en rekke tiltak for en mer bærekraftig produksjon, hvilket vi vil komme tilbake til i neste avsnitt.

¹⁵⁴ Marine Harvest Salmon Farming Industry Handbook, 2018, s. 18.

¹⁵⁵ Brøndum, 2018.

¹⁵⁶ Marine Harvest Salmon Farming Industry Handbook, 2018, s. 19.

¹⁵⁷ Thoring, 2018.

¹⁵⁸ Jære, 2018.

¹⁵⁹ SalMar bærekraftsrapport, 2017, s. 30.

Teknologiske forhold

Oppdrettsnæringen har blitt en av Norges aller viktigste næringer. Det arbeides derfor iherdig med å utvikle ny teknologi for å sikre fortsatt vekst gjennom bærekraftig forvaltning som tar hensyn til miljøet. I dag begrenses denne veksten av det såkalte «trafikklyssystemet», som baserer seg på utfordringer tilknyttet rømning og lakselus. Til tross for disse utfordringene legger regjeringen opp til en femdobling av fiskeoppdrett innen 2050¹⁶⁰.

Regjeringen har som ønske å stimulere til videre vekst i bransjen, og har derfor innført en ordning med tidsbegrensede utviklingstillatelser. Ordningen har som formål å motivere til nye innovative løsninger og teknologiutviklinger som kan tilrettelegge for bærekraftig vekst. Teknologien som utvikles skal deles slik at den kommer hele havbruksnæringen til gode. Søkefristen var høsten 2017, og interessentene har dermed hatt muligheten til å søke om utviklingstillatelser i 2 år¹⁶¹. Som konsekvens av ordningen, vil produksjonen av laks i fremtiden se helt annerledes ut enn det den gjør i dag. Produksjon av laks i tradisjonelle, åpne merder vil fortsatt kunne eksistere noen steder, men den teknologiske utviklingen går mot å benytte lukkede merder, offshoreanlegg og landbaserte anlegg¹⁶².

Det finnes flere eksempler på utviklingskonsesjoner som bygges for å utvikle lukkede systemer. MOWI og Lerøy Seafood holder begge på med to konsepter for å utvikle lukkede merder som skal forhindre spredningen av lakselus og lakseflukt. Lerøy Seafood, MOWI og Grieg utvikler landbaserte RAS-anlegg for smoltproduksjon. Hensikten med RAS-anlegg er at smolten får muligheten til å vokse mest mulig under kontrollerte forhold på land. Perioden laksen er i sjøen før den slaktes bli derfor kortere, og den miljømessige belastningen reduseres¹⁶³.

SalMar har utviklet verdens første oppdrettsanlegg til havs, Ocean Farm 1, hvor det er mer stabile forhold og vekstvilkår. Med en slik teknologi mener konsernsjefen i SalMar at en tredobling av produksjonen er realistisk, samtidig som det rettes fokus mot en mer bærekraftig produksjon¹⁶⁴. I februar 2019 kunngjorde SalMar og det nye datterselskapet MariCulture AS inngår et samarbeid om å utvikle «The Smart Fish Farm». Konseptet er en ny gigantmerd til havs med dobbelt så stor kapasitet som Ocean Farm 1. Fiskeridirektoratet

¹⁶⁰ Andreassen, 2018.

¹⁶¹ Fiskeridir.no - Utviklingstillatelser, 2018.

¹⁶² Backe, 2017.

¹⁶³ Ibid.

¹⁶⁴ Tekna.no – Norsk oppdrett i endring, 2018.

har bestemt at konseptet får åtte utviklingstillatelser og dermed tillatelse til å produsere 6.240 tonn biomasse¹⁶⁵.

I tillegg til ordningen med utviklingstillatelser arbeides det med utviklingen av fartøyer med lave eller nullutslippsteknologier. Båtene skal gjøres mer energieffektive og det arbeides med elektrifisering og hybridløsninger. Videre foregår det mye innovasjon og utvikling på anleggene i form av omlegging til landstrøm eller hybridløsninger, som kan kutte mye av CO2 utslippene¹⁶⁶.

Miljøpåvirkninger

Lakseoppdrett medfører flere miljømessige utfordringer. Dette, i kombinasjon med økt miljøbevissthet blant den yngre befolkningen, medfører at lakseindustrien må ta disse utfordringene på alvor for å sikre fremtidig verdiskapning. De største miljømessige utfordringene i bransjen er rømt oppdrettslaks, organisk avfall, samt bruk av antibiotika og andre kjemikalier¹⁶⁷. Med tanke på fiskens velferd og helse, anses lakselus som den største utfordringen, tett etterfulgt av hjertesprekk (CMS)¹⁶⁸.

Til tross for at antall rømt oppdrettslaks har falt betydelig siden 2006, rapporteres det fortsatt om mange tilfeller av rømt laks fra norske akvakulturanlegg¹⁶⁹. Dette har særlige konsekvenser for villaksen og dens genetiske produktivitet, dersom oppdrettslaksen parrer seg med villaksen. I tillegg kan oppdrettslaksen spre sykdom og parasitter til villaksen. Disse tilfellene kan i verste fall være irreversible, og kan føre til tapte bestanddeler og svekket genetisk variasjon¹⁷⁰. Det er satt i gang en rekke tiltak mot rømt oppdrettsfisk, blant annet ordningen med nye utviklingstillatelser som beskrevet under «teknologiske forhold». Tiltakene iverksettes i regi av Fiskedirektoratet, sammen med næringens egne tiltak. Målet er i hovedsak å hindre innblanding av oppdrettslaks i villaksbestander¹⁷¹.

SalMar arbeider målrettet for å forebygge og begrense rømming, og har en 0-visjon for rømming. Et viktig tiltak mot forebyggingen av rømming har vært satsingen på det nye anlegget Ocean Farm 1, som har en fast og rømningssikker konstruksjon¹⁷². Til tross for igangsatte tiltak og forebygging, meldte SalMar i slutten av

¹⁶⁵ Drønen, 2019.

¹⁶⁶ Norsk klimastiftelse – Hvordan møte klimarisiko, 2018, s. 56-59.

¹⁶⁷ Asche & Bjørndal, 2015, s. 73.

¹⁶⁸ Ghaderi, 2019.

¹⁶⁹ Fiskeridir.no - Rømningsstatistikk, 2018.

¹⁷⁰ Miljøstatus.no - Fiskeoppdrett, 2015.

¹⁷¹ Fiskeridir.no – Tiltak mot rømt oppdrettsfisk, 2018.

¹⁷² SalMar bærekraftsrapport, 2017, s. 26.

2018 om rømming fra rømningssikre Ocean Farm 1¹⁷³. Som tidligere beskrevet hadde 16.000 oppdrettslaks rømt fra anlegget, og Fiskeridirektoratet besluttet som følge av dette å pålegge selskapet miljøovervåkning av 13 laksevassdrag. Fylket havmerden befinner seg i ansees som et viktig villaksfylke, og Fiskeridirektoratet ser derfor meget alvorlig på hendelsen i forhold til miljøfaktorer som blant annet genetisk produktivitet og smittespredning¹⁷⁴.

En annen vesentlig bekymring som følge av rømt oppdrettslaks er spredningen av lakselus og påvirkningen på villaksen. Lakselus er et omfattende problem og behandlingen av lus er den største utfordringen for helsen til norsk oppdrettsfisk¹⁷⁵. Den voksende mengden oppdrettslaks i merdene bidrar til å skape unaturlig gode livsvilkår for lakselus og en økning av mengden fisk i havet medfører akselererende belastning på miljøet i form av lusesmitte¹⁷⁶. En konsekvens av lusesmitte er forstyrrelse i saltbalansen, dårligere vekst, samt at fisken blir mer utsatt for andre sykdommer¹⁷⁷.

I tillegg medfører lusesmitte betydelige omkostninger for oppdrettsselskapene. Ifølge forskere i Nofima har omkostningene i forbindelse med bekjempelse av lakselus doblet seg på fem år. Oppdrettere som har laks med mye lus og stor dødelighet, kan ha betydelige omkostninger opp til NOK 45-50 per kilo¹⁷⁸. Videre har produksjonstallene for næringen stagnert som følge av at oppdretterne ikke har anledning til å øke produksjonen før de har fått kontroll på luseproblemet¹⁷⁹. SalMar har arbeidet målrettet for å holde nivåene av lakselus i anleggene under kontroll, blant annet ved økt fokus og satsning på forebyggende tiltak¹⁸⁰.

På bakgrunn av ovenstående konsekvenser som følge av lusesmitte, innførte staten den såkalte «trafikklysordningen» i 2017. Ordningen omhandler hvor stor andel av villaksen som mest sannsynlig dør som følge av spredning av lakselus fra oppdrettsanleggene. De verste oppdrettsområdene kategoriseres som rødt område, og kan bli pålagt å redusere biomassetaket uavhengig av om oppdrettsanlegget har problemer med lakselus eller ei, og uavhengig av deres økonomiske situasjon. Over 230 oppdrettsanlegg på

¹⁷³ Nmf.no – Rømming av 16000 oppdrettslaks, 2018.

¹⁷⁴ Fiskeridir.no – Pålegg om miljøovervåkning, 2018.

¹⁷⁵ Ghaderi, 2019.

¹⁷⁶ Kyst.no – Mer laks mye mer lus, 2018.

¹⁷⁷ Miljøstatus.no - Fiskeoppdrett, 2015.

¹⁷⁸ Ytreberg, 2018d.

¹⁷⁹ Ghaderi, 2019.

¹⁸⁰ SalMar bærekraftsrapport, 2017, s. 27.

Vestlandet kan høsten 2019 bli bedt om å redusere produksjonen med 6 % som følge av mye lakselus. Dette skaper store reaksjoner, og betyr statlig inndragning av verdier på over to milliarder kroner¹⁸¹.

På en klar andreplass over de viktigste problemene i oppdrettsnæringen ligger virussykdommen, hjertesprekk (CMS). CMS rammer oppdrettslaks i sjø og er en alvorlig, smittsom hjertelidelse. Næringen fokuserer imidlertid i mye større grad på bekjempelsen av lakselus da dette medfører en betydelig omkostning. Sykdommen er dog vel å merke seg, da den i nyere tid har blitt et større problem for oppdrettsselskapene, samt at en vaksineutvikling foreløpig ikke har vært vellykket¹⁸².

Bruken av antibiotika til behandling av sykdommer er en annen kontroversiell utfordring vedrørende miljøpraksisen til lakseakvakulturen¹⁸³. Bruken av antibiotika kan medføre resistens hos fisk og andre levende organismer. Norsk overvåkningsprogram for antibiotikaresistens (NORM-VET 2016) fastslår dog at antibiotikaforbruket i produksjonen av norsk laks er meget lavt, og betydelig lavere enn for alle andre produksjonsdyr. Forbruket av antibiotika har også avtatt betraktelig i løpet av de siste 40 årene. I 2009 var forbruket av antibiotika i norsk fiskeoppdrett redusert med 98 % siden 1987¹⁸⁴. SalMar har innført flere tiltak for å holde antibiotikaforbruket nede, blant annet ved å vaksinere fisken¹⁸⁵.

Utslipp av organisk avfall er en av de største miljøbekymringene i lakseoppdrettsindustrien. Det organiske avfallet stammer hovedsakelig fra fiskens avføring og fôravfall, som kan skade den lokale faunaen. Et annet problem er at avfallet medfører høyere konsentrasjoner av næringsstoffer i havet, noe som øker risikoen for eutrofiering¹⁸⁶. Forskerne på Nofima har fastslått at oppdrettsnæringen slipper ut over en halv milliard kilo fiskeavføring og slam hvert år. Det produseres en halv kilo fiskeavføring og fôr-spill per kilo produsert laks, og økt bruk av planter i fôret til oppdrettslaksen kan øke utslippene av fiskeavføring¹⁸⁷. SalMar satser på bærekraftig fôr for å redusere utslipp av organiske stoffer, samt at de inspiserer bunnen under alle lokalitetene regelmessig for å undersøke hvor fordøyelig fôret er, samt i hvilken grad omgivelsene påvirkes av utslippet av næringssalter fra lokalitetene¹⁸⁸.

¹⁸¹ Berglihn, 2019.

¹⁸² Ghaderi, 2019.

¹⁸³ Asche & Bjørndal, 2015, s. 78.

¹⁸⁴ Fisk.no – Lavt forbruk av antibiotika i oppdrett, 2009.

¹⁸⁵ SalMar bærekraftsrapport, 2017, s. 26.

¹⁸⁶ Asche & Bjørndal, 2015, s. 74.

¹⁸⁷ Ytreberg, 2018e.

¹⁸⁸ SalMar bærekraftsrapport, 2017, s. 30.

Oppsummering av PESTLE

Uforutsigbarheten i verdenshandelen som følge av handelskrigene og Brexit påvirker lakseindustrien på flere måter. Det hviler imidlertid mye usikkerhet rundt disse forholdene da forhandlingene rundt Brexit og handelskrigene er pågående. Foreløpig vil det derfor være vanskelig å bedømme i hvilken grad en eventuell Brexit eller vedvarende handelskriger vil påvirke lakseindustrien. Samtidig er de økonomiske utsiktene for norsk økonomi vanskelig å spå. Det forventes dog at kronen skal styrke seg fremadrettet, Norges Bank varsler renteoppgang og flere forhold tyder på at inflasjonen går mot inflasjonsmålet i årene fremover. Videre forventes det at den globale etterspørselen etter laks skal øke fremover som følge av en voksende middelklasse og lønnsvekst.

Miljøbevissthet er en voksende trend, særlig blant den yngre befolkningen. Det er derfor viktigere nå enn noen gang at regjeringen og lakseindustrien tar miljøutfordringene på alvor. Disse utfordringene omhandler særlig lakselus, rømt oppdrettslaks, organisk avfall, samt bruk av antibiotika og andre kjemikalier. En direkte respons på disse miljøproblemene er statlige reguleringer og økte investeringer i ny teknologi til godkjenning og iverksettelse av såkalte utviklingstillatelser.

4.1.4 Delkonklusjon av strategisk analyse

Undersøkelsesspørsmål én har til hensikt å undersøke hvilke interne, eksterne og bransjespesifikke faktorer som identifiseres i den strategiske analyse. For å besvare undersøkelsesspørsmålet så godt som mulig, vil funnene fra den strategiske analysen oppsummeres i en SWOT. Formålet med å kategorisere ovenstående analyser på denne måten, henger sammen med at vi kan klassifisere sentrale strategiske faktorer som vi ønsker å undersøke nærmere for å kartlegge hvilken betydning disse faktorene har for estimeringen av WACC og SalMars verdi. Tabell 7 kategoriserer faktorene som interne styrker og svakheter, samt eksterne muligheter og trusler.

SWOT	
Styrker	Svakheter
• Verdens største og mest effektive produsenter • Vertikal integrert verdikjede • Kostnadseffektivitet • Sjeldne og effektivt organiserte ressurser • Utviklingskonsesjoner • Historisk god lønnsomhet og resultat • Fordobling av markedsverdi i 2018	• Høye og stigende produksjonskostnader • Avhengighet til eksterne fôrprodusenter • Verdifulle ressurser kan imiteres • Liten grad av produktdifferensiering • Nedgang i produksjonen
Muligheter	Trusler
• Rekordhøy eksport i bransjen • Fremtidig vekstpotensial • Store investeringskostnader for etablering i bransjen • Voksende global etterspørsel • Helsefordel ved konsum av laks • Oppheving av importforbud fra Kina • Svakere norsk krone • Ressurseeffektiv og klimavennlig produksjon relativt til kjøttproduksjon • Liten trussel fra substitutter	• Fall i lakseprisen • Sesongbasert etterspørsel • Biologiske begrensninger • Økte fôrpriser • Krav til miljø og nye lovverk • Økte skatter og avgifter • Brexit og handelskrig • Høyere inflasjon og styringsrente • Lakselus, rømming og sykdommer • Høy rivalisering i bransjen

Tabell 7: SWOT. Kilde: Egen tilvirkning (Strategisk analyse)

Tabell 7 illustrerer at det foreligger mange styrker og muligheter i bransjen og for SalMar. SalMar har en vertikal integrert verdikjede, og har hatt suksess i forbindelse med omkostningseffektivitet. Virksomheten har også mange verdifulle, sjeldne og effektivt organiserte ressurser og har mottatt utviklingstillatelser fra Fiskeridirektoratet for å utvikle bærekraftige produksjonsmetoder. Videre har bransjen i løpet av de siste årene hatt rekordhøy inntjening som følge av sterke laksepriser, en svak norsk krone, høy eksport og voksende global etterspørsel. Disse faktorene henger imidlertid godt sammen, da en svak norsk krone kombinert med voksende global etterspørsel har bidratt til rekordhøy eksport i bransjen. Videre skyldes sterke laksepriser hovedsakelig at tilbudet holdes nede som følge av biologiske utfordringer og politiske reguleringer.

Til tross for ovenstående, fremgår det imidlertid også trusler og svakheter som må tas hensyn til. For eksempel vil høye og stigende produksjonsomkostninger og økte fôrpriser påvirke selskapets inntjening. De sjeldne og verdifulle ressursene er også imiterbare på sikt, hvilket er en svakhet. Videre vil fall i lakseprisen, biologiske utfordringer, Brexit, pågående handelskriger og politiske reguleringer utgjøre en risiko for selskapets primære verdidrivere. Valuta- og renterisiko er også sentrale verdidrivere, hvorav eksempelvis en sterkere norsk krone vil ha betydning for verdien av norsk lakseeksport. Rivaliseringen i bransjen er også vurdert til å være høy, hvilket utgjør en trussel for SalMar da selskapet befinner seg i et konkurransepreget marked.

De ovenstående strategiske faktorene vil være hensiktsmessig å medbringe videre i den finansielle analysen for å få en bedre forståelse av selskapets og peer-gruppens regnskapstall.

4.2 Finansiell analyse

Den finansielle analysen består av to deler, hvorav første del er en rentabilitetsanalyse, hvor viktige nøkkeltall for SalMar og peer-gruppen beregnes og analyseres. Hensikten med rentabilitetsanalysen er å identifisere sentrale verdidrivere som vil ha betydning for den strategiske estimeringen av WACC. I andre del av den finansielle analysen utformes en likviditetsanalyse som har til hensikt å avdekke SalMars kort- og langsiktige likviditetsrisiko. Det vil være avgjørende å ha god oversikt over SalMars likviditetsrisiko når de ulike komponentene i WACC skal estimeres, da en lav eller høy likviditetsrisiko vil ha direkte innvirkning på virksomhetens verdi. Rentabilitetsanalysen og likviditetsanalysen utformes på bakgrunn av en analyse av regnskapet. De reformulerte regnskaper for SalMar og peer-gruppen finnes i bilag 1.0, jevnfør oppgavens avgrensning.

4.2.1 Rentabilitetsanalyse

I rentabilitetsanalysen beregnes viktige nøkkeltall for SalMar. Disse nøkkeltallene har som formål å identifisere særlige verdidrivere som har stor innvirkning på WACC, og dermed verdien av SalMar. I tillegg utarbeides nøkkeltall for peer-gruppen for å danne et godt sammenlikningsgrunnlag. Dette vil bidra til å skape dypere innsikt i hva som driver bransjen, og vil kunne understøtte allerede identifiserte verdidrivere.

En rentabilitetsanalyse er en analyse av hva som driver avkastkravet på egenkapitalen (ROE). For å gå i dybden skal ROE dekomponeres gjennom DuPont-modellen, samt at det skal utarbeides en trend- og common-size analyse. Dette vil gi et godt overblikk over selskapets historiske og nåværende situasjon, og gir en indikasjon på fremtidig utvikling og rentabilitet¹⁸⁹.

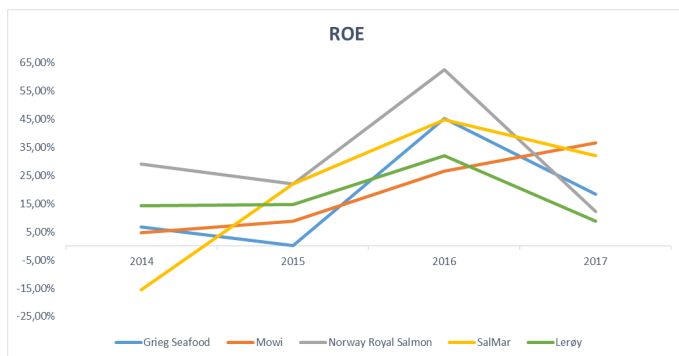
Nivå 1: En oppdeling av finansierings- og driftsaktiviteter, samt finansiell gearing

Avkastning på egenkapitalen (ROE)

Avkastning på egenkapitalen (ROE) måler selskapets lønnsomhet med hensyn til både drift og gjeldsgrad. ROE måler eiernes avkastning på investeringer i selskapet og viser derfor hvor lønnsomt selskapet er for dets aksjonærer. Nivået og trenden i ROE påvirkes av den driftsmessige lønnsomheten, netto lånerente etter skatt og gjeldsgraden¹⁹⁰. Nøkkeltallet vil derfor ha stor betydning for analysen, da ROE kan avdekke graden av finansiell- og driftsmessig risiko i virksomheten, noe som vil være avgjørende for å estimere en så rettvise WACC som mulig.

¹⁸⁹ Sørensen, 2012, s. 211.

¹⁹⁰ Petersen & Plenborg, 2017, s. 117.



Figur 11: ROE peer-gruppe. Kilde: Egen tilvirkning (Virksomhetenes årsrapporter 2014-2017)

Figur 11 illustrerer at SalMar har hatt en stigende trend i ROE, med unntak av i 2017. Unntaket gjør seg gjeldene for hele Peer-gruppen, utenom MOWI. Fallet i SalMar sin ROE skyldes hovedsakelig et lavere totalresultat i 2017 som følge av en betydelig negativ verdijustering av biologiske aktiver i årsregnskapet. Biologiske aktiver består av rogn, settefisk og fisk i sjøen¹⁹¹. Regnskapstall for 2017 viser at SalMar oppnådde en historisk høy lønnsomhet og et rekordhøyt driftsresultat som følge av høye laksepriser og god lønnsomhet¹⁹². Fallet i ROE skyldes derfor ikke driftsmessige utfordringer.

For å kunne tolke og forklare nivået og trenden i ROE ytterligere, er det som beskrevet overfor nødvendig å foreta en dekomponering av ROE gjennom DuPont-modellen. ROE brytes derfor ned i investert kapital (ROIC), lånerenten etter skatt (r), SPREAD (forskjellen mellom ROIC og r), samt bokført verdi av egenkapital og gjeld (FGEAR)¹⁹³.

Avkastning på investert kapital (ROIC)

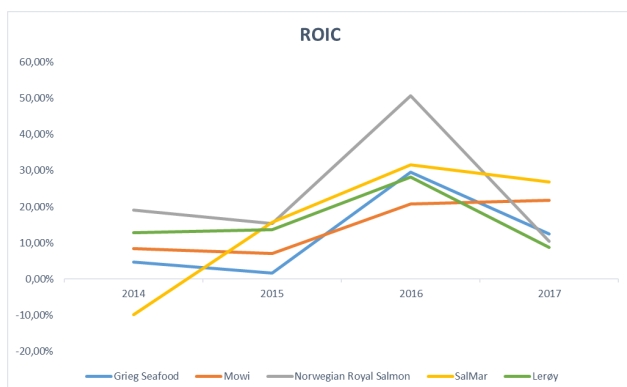
Avkastningen på investert kapital (ROIC) uttrykker den samlede driftsmessige lønnsomheten i virksomheten. I ovenstående avsnitt argumenteres det for at ROE er et viktig nøkkeltall for å forstå hvordan og i hvilken grad strategiske og finansielle faktorer påvirker WACC. Da ROIC har en direkte innvirkning på ROE, skal dette nøkkeltallet også analyseres nøye for å få en bedre forståelse av utviklingen i ROE. Nøkkeltallet sier dog ikke noe om hvorvidt lønnsomheten drives av et forbedret omsetnings- og omkostningsforhold, eller en forbedret kapitalutnyttelse. Det er derfor nødvendig å dekomponere ROIC til en overskuddsgrad (OG) og aktivenes omsetningshastighet (AOH), som vil bli analysert senere i avhandlingen¹⁹⁴.

¹⁹¹ SalMar årsrapport, 2017, s. 69.

¹⁹² Ibid, s. 8.

¹⁹³ Petersen & Plenborg, 2017, s. 117.

¹⁹⁴ Ibid.



Figur 12: ROIC peer-gruppe. Kilde: Egen tilvirkning (Virksomhetenes årsrapporter 2014-2017)

Figur 12 illustrerer at stigning i ROIC, alt annet lige, medfører en tilsvarende stigning i ROE, og omvendt. Fallet i ROIC fra 2016-2017 sees i sammenheng med at det samlede driftsoverskuddet har falt med 10 %, samt at selskapet opplever en liten stigning i nettodriftsaktiver (NDA) på 1,7 %. Motsatt skyldes stigningen i ROIC fra 2014-2016 en betydelig økning i samlet driftsoverskudd, samt at NDA har en stabil, stigende trend. Det er derfor i stor grad størrelsen på det samlede driftsoverskuddet som avgjør nivået og trenden i ROIC. Regnskapspostene med størst innvirkning på det samlede driftsoverskuddet er nettodriftsomsetningen og driftsomkostningene. Fra 2015-2016 steg driftsomsetningen med 23,25 % og driftsomkostningene økte med 15,41 %. Fra 2016-2017 var stigningen i driftsomkostningen høyere, samtidig som at stigningen i driftsomsetningen var lavere enn året før. Omkostningsveksten kan i stor grad forklares gjennom stigende fôromkostninger, samt direkte og indirekte omkostninger knyttet til håndtering av lakselus og andre helseutfordringer. Nivået på ROIC i 2016 er høyt for samtlige i peer-gruppen og skyldes hovedsakelig meget høye laksepriser i et historisk godt marked¹⁹⁵.

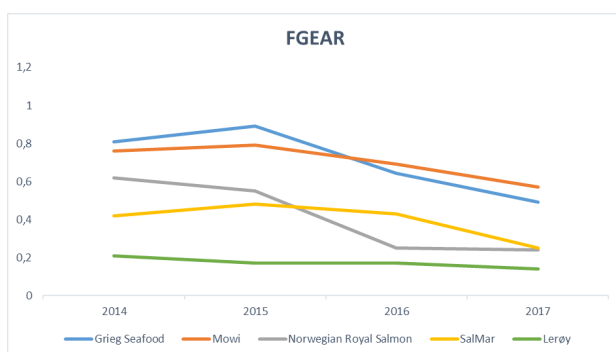
Til forskjell fra tidligere år, er ikke veksten i lønnsomheten i 2016 direkte knyttet til vekst i underliggende slaktevolum kombinert med et godt marked. Industrien opplevde en nedgang i produksjonen, noe SalMar også erfarte. Dette skyldes i stor grad miljøutfordringer i bransjen, som lakselus og rømt oppdrettslaks, i tillegg til politiske utfordringer og reguleringer i forhold til utviklingstillatelser og restriksjoner. En nedgang i slaktevolumet i kombinasjon med sterk etterspørselsvekst medførte en meget høy laksepris i hele 2016. Opplevelsen av det sterke markedet ble desto tydeligere da nedgangen i oljesektoren medførte en svak norsk krone¹⁹⁶. Disse funnene understreker at lakseprisen, salgsvolum, valutakurser og slaktevolum er sentrale verdidrivere som vil ha betydelig innvirkning på WACC og selskapets verdi.

¹⁹⁵ SalMar årsrapport, 2016, s. 9.

¹⁹⁶ Ibid.

Finansiell gjeldsgrad (FGEAR)

Gjeldsgraden (FGEAR) viser hvor mye av selskapets kapital som består av gjeld, og bedømmer selskapets evne til å møte finansielle forpliktelser. SalMar finansierer sin drift med en miks av gjeld og egenkapital, og det er derfor viktig å evaluere hvorvidt selskapet kan betale gjelden. For mye gjeld er en risiko for selskapet og investorene, og vil medføre ukontrollerte gjeldsnivåer som vil ha en direkte innvirkning på WACC og selskapets verdi. På en annen side kan gjeld være godt dersom driften kan generere et høyere avkast enn lånerenten, som vil medføre vekst i profitt. Det er med andre ord en hårfin balanse i forholdet mellom gjeld og egenkapital, som vil være en avgjørende risikofaktor når WACC estimeres¹⁹⁷. FGEAR for peer-gruppen er illustrert i figur 13 nedenfor.



Figur 13: FGEAR peer-gruppe. Kilde: Egen tilvirkning (Virksomhetenes årsrapporter 2014-2017).

En høy FGEAR indikerer at virksomheten har vært ivrig på å finansiere vekst med gjeld. Dette kan resultere i volatile regnskapsmessige resultater som følge av høye renteomkostninger. Dersom disse omkostningene blir for store, kan det medføre en risiko for at selskapet ikke kan betale ned på gjelden. Typisk vil en gjeldsgrad høyere enn 2 være tegn på høy risiko¹⁹⁸. Risikoen for at konsernet ikke vil være i stand til å betjene sine finansielle forpliktelser vil bli ytterligere analysert i likviditetsanalysen senere i oppgaven.

Grafen over illustrerer at gjeldsgraden er langt under 2, og fallende for samtlige selskaper, med unntak av NRS i 2016-2017. Videre skiller LSG seg ut fra resten av peer-gruppen da de har en betydelig større andel egenkapital i forhold til gjeld. Det er dog viktig å analysere FGEAR med hensyn til dens påvirkning på ROE. Dersom forskjellen mellom ROIC og lånerenten (SPREAD) er positiv, vil en høy FGEAR forbedre ROE. Imidlertid vil FGEAR ha en negativ innflytelse på ROE dersom SPREAD er negativ¹⁹⁹. Denne sammenhengen vil analyseres nærmere i avsnittet om «SPREAD og lånerente».

¹⁹⁷ Investopedia.com – Leverage Ratio, 2019.

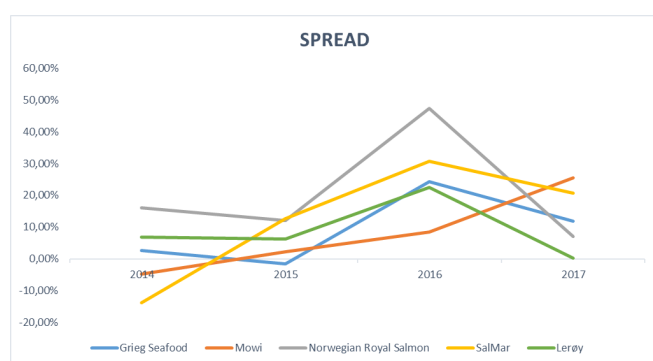
¹⁹⁸ Ibid.

¹⁹⁹ Petersen & Plenborg, 2017, s. 107.

Videre illustrerer grafen at SalMar sin gjeldsgrad er blant den laveste i peer-gruppen, samt at den fra 2016-2017 har falt ytterligere. Dette kan forklares med en reduksjon i ikke-rentebærende gjeld på NOK 224,2 millioner, reduksjon i rentebærende gjeld på NOK 1.238,5 millioner, samt en økning i egenkapitalen på NOK 987,3 millioner. Dermed er konsernets finansielle stilling og soliditet styrket gjennom 2017, noe som gjenspeiles i FGEAR²⁰⁰.

SPREAD og Lånerente

SPREAD er forskjellen mellom ROIC og lånerenten. En analyse av SPREAD viser hvorvidt den finansielle gjeldsgraden er til fordel for investorene, og avdekker derfor eventuelle risikofaktorer som vil kunne påvirke WACC og dermed virksomhetens verdi. Gjeld vil kun være fordelaktig i tilfeller hvor SPREAD er positiv. Motsatt, hvis SPREAD er negativ, vil en høy gjeldsgrad være verdiforringende. Hvis SPREAD er positiv, vil ROE øke lineært med den finansielle gjeldsgraden. Videre vil variasjonen i ROE øke i takt med stigningen i den finansielle gjeldsgraden²⁰¹.



Figur 14: SPREAD for peer-gruppe. Kilde: Egen tilvirkning (Virksomhetenes årsrapporter 2014-2017).

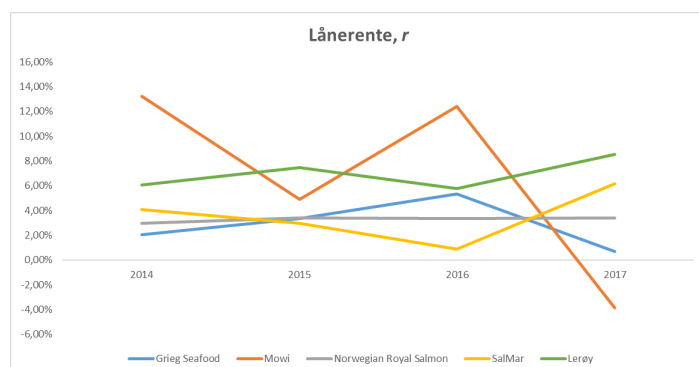
Figur 14 illustrerer at SalMar har en negativ SPREAD i 2014. Dette skyldes at ROIC er negativ det året. Den negative ROIC er et resultat av et negativt samlet driftsoverskudd i 2014. En betydelig negativ verdivurdering av biologiske aktiver forklarer det negative driftsoverskuddet. I slike tilfeller vil en høy gjeldsgrad være verdiforringende for selskapet, og illustrerer at SalMars lånesituasjon ikke alltid har vært verdiskapende. Det vil være viktig å ta hensyn til liknende risikofaktorer når WACC skal estimeres for å skape et rettviseende bilde av selskapets virkelige verdi.

Figur 15 illustrerer at når lånerenten stiger, faller SPREAD og omvendt. Lånerenten beregnes som netto finansielle omkostninger dividert med gjennomsnittlige netto finansielle forpliktelser. Den forholdsvis store

²⁰⁰ SalMar årsrapport, 2017, s. 48.

²⁰¹ Petersen & Plenborg, 2017, s. 118.

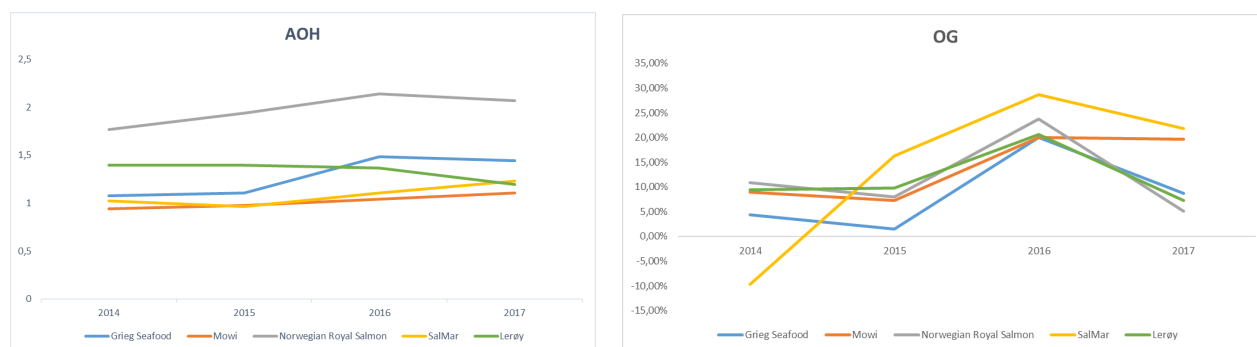
stigningen i lånerenten i 2017 skyldes i hovedsak en tilnærmet halvering av netto finansielle forpliktelser, kombinert med høye finansielle omkostninger. Fallet i netto finansielle forpliktelser skyldes i hovedsak at det er utført en betydelig nedbetaling på den langsiktige gjelden til kredittinstitusjoner. De høye finansielle omkostningene oppstår som følge av en høy finansomkostning i 2017²⁰².



Figur 15: Lånerente for peer-gruppe. Kilde: Egen tilvirkning (Virksomhetenes årsrapporter 2014-2017).

Nivå 2: Dekomponering av ROIC

En dekomponering av ROE gjennom DuPont-modellen har gjort det enklere å forstå nivået og trenden i ROE. Videre utgjør ROIC en stor del av ROE, og en dekomponering av ROIC i aktivenes omsetningshastighet (AOH) og en overskuddsgrad (OG) anses som nødvendig for å identifisere ytterligere faktorer som kan ha betydning for ROIC. En analyse av OG og AOH kan forklare hvorvidt omkostnings- og omsetningsforholdet, samt kapitalutnyttelsen har endret seg over tid²⁰³. Slik informasjon vil kunne benyttes til å forklare bevegelsene i ROE.



Figur 16: OG og AOH peer-gruppe. Kilde: Egen tilvirkning (Virksomhetenes årsrapporter 2014-2017).

²⁰² SalMar årsrapport, 2017, s. 60.

²⁰³ Petersen & Plenborg, 2017, s. 111.

OG beregnes som det samlede driftsoverskuddet dividert med nettoomsætningen. Figur 16 viser at SalMar opplever vekst i omkostningene fra 2016-2017 som forklares gjennom stigende fôromkostninger, samt direkte og indirekte omkostninger knyttet til håndtering av lakselus, rømming og helse. Videre er nivået på ROIC i 2016 høyt for samtlige i peer-gruppen og skyldes hovedsakelig meget høye laksepriser i et historisk godt marked. Dog er ikke veksten i lønnsomheten direkte knyttet til vekst i underliggende slaktevolum kombinert med et godt marked, jf. «Avkastning på investert kapital (ROIC)». Som følge av miljøutfordringer, samt politiske utfordringer og reguleringer i bransjen, opplevde lakseindustrien en nedgang i produksjonen. En kombinasjon av lavt tilbud og sterk etterspørselsvekst medførte en meget høy laksepris i hele 2016. Denne effekten forsterkes ytterligere av en svak norsk krone, som medfører et høyt salgsvolum som følge av økt eksport²⁰⁴.

Trenden i OG for SalMar og peer-gruppen er meget lik trenden i ROE, da mange av de samme verdidriverne blir identifisert: laksepris, råvarepriser, valutakurser, slakte- og salgsvolum. Disse funnene illustrerer at utviklingen hovedsakelig drives av omsetnings- og omkostningsforhold. Dette gir god mening da det dreier seg om lakseindustrien, som består av produksjonsvirksomheter. ROE ville kunne forklares bedre av AOH dersom det var snakk om et supermarked, da slike virksomheter er mer bundet av forrentningen til investert kapital. Grafen som illustrerer trenden til AOH, tydeliggjør denne forskjellen ytterligere, da den overhodet ikke samsvarer med trenden i ROE. For videre analyse vil det derfor være viktig å være bevisst på at verdiskapningen hovedsakelig drives av omsetnings- og omkostningsforholdet, og ikke kapitalutnyttelse. Samtidig er det viktig å understreke at AOH og OG ikke forklarer hvorfor utviklingen har vært som den er. For å få en forståelse av den historiske utviklingen, vil det være nødvendig å foreta en trend- og common-size analyse²⁰⁵.

Trend- og common-size analyse

For å kunne si noe om en virksomhets fremtidige utvikling, er det viktig å ha god forståelse for virksomhetens historiske utvikling. Dette gjøres ved hjelp av indeksering (trendanalyse) og common-size analyse. Det argumenteres for å kun utføre trend- og common-size analyse på resultatoppfølgingen, da SalMars verdidrivere i stor grad er styrt av omsetnings- og omkostningsforhold.

²⁰⁴ SalMar årsrapport, 2016, s. 9.

²⁰⁵ Petersen & Plenborg, 2017, s. 111.

Indeksering har til hensikt å identifisere trendene i selskapets drift, herav driftsomsetnings- og driftsomkostningsposter²⁰⁶. Bilag 2.7 illustrerer at SalMars driftsomsetning steg med 51 % fra 2014-2017. I samme periode steg driftsomkostningene med 44 %, noe som er forårsaket av at driftsomkostningene, som varekjøp og lønn, øker med en lavere rate enn veksten i omsetningen. Dette indikerer at SalMar i større grad har evnen til å kontrollere disse omkostningene. Denne positive utviklingen skyldes flere år med høy lønnsomhet i driften, forårsaket av høye laksepriser i et sterkt marked, samt kontinuerlig arbeid mot omkostningsvekst som beskrevet i rentabilitetsanalysen.

I motsetning til indeksering, som viser trend, illustrerer en common-size analyse selskapets driftsposter i prosent av omsetningen²⁰⁷. Bilag 2.8 viser at driftsomkostningene som prosent av omsetningen har falt fra 69 % til 66 %. Denne positive utviklingen skyldes som tidligere nevnt selskapets kontinuerlige arbeid for å senke produksjonsomkostningene. Selskapet har som beskrevet tidligere et klart mål om å være omkostningsledende i industrien, og mener denne faktoren er avgjørende for å være konkurransedyktig over tid. Tiltakene omhandler spesielt økt kontroll av biologiske omkostninger, som medisiner og omkostninger i forbindelse med rømt laks, samt fokus på en reduksjon i fôromkostninger. Med bakgrunn i selskapets langsiktige mål om omkostningslederskap, har selskapet oppnådd en reduksjon i samlet produksjonskost med over NOK 2,00 per kg²⁰⁸. En sentral årsak til at SalMar har lyktes med å senke sine produksjonsomkostninger er deres høyteknologiske slakte- og foredlingsanlegg, InnovaMar. Anlegget er som beskrevet i VRIO-analysen en svært sentral og viktig ressurs for SalMar, særlig med tanke på at anlegget sørger for omkostningseffektivitet og innovasjon i forbindelse med slakting og bearbeiding av laks.

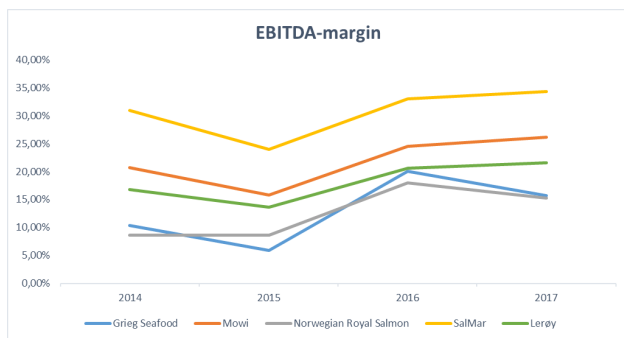
Analyse av overskuddsgraden (OG)

På bakgrunn av tidligere analyser ble det fastslått at OG har høy forklaringsgrad på ROE, mens AOH ikke har det. Videre analyse vil derfor kun omhandle OG. For å undersøke OG ytterligere, vil EBITDA-marginen bli analysert da det er interessant å undersøke selskapenes utvikling sett i forhold til deres driftsomkostninger og driftsomsetning. Størrelsen på selskapenes avskrivninger og nedskrivninger oppfattes som mer eller mindre irrelevante for å identifisere selskapenes verdidrivere.

²⁰⁶ Petersen & Plenborg, 2017, s. 112.

²⁰⁷ Ibid.

²⁰⁸ SalMar årsrapport, 2017, s. 9.



Figur 17: EBITDA-margin peer-gruppe. Kilde: Egen tilvirkning (Virksomhetenes årsrapporter 2014-2017)

Grafen viser blant annet at SalMar skiller seg ut fra peer-gruppen med en betydelig høyere EBITDA-margin gjennom hele perioden. Det høye nivået i 2014 skyldes en kombinasjon av høye slaktepriser og økt slaktevolum. Dog opplever selskapet stigende produksjonsomkostninger, hovedsakelig på grunn av økte biologiske utfordringer, særlig relatert til lakselus, samt økte fôromkostninger²⁰⁹.

I 2015 økte omsetningen til tross for lavere slaktevolum enn året før, og skyldes sterke laksepriser. EBITDA-marginen er imidlertid lavere i 2015 som følge av økte produksjonsomkostninger. Dette skyldes igjen lakselus og økte fôromkostninger²¹⁰.

Som tidligere understreket var 2016 et meget godt år for SalMar og resten av næringen. Den historiske lønnsomheten som SalMar opplever er drevet av ekstremt høye laksepriser i et historisk godt marked. Lønnsomheten er drevet av voksende etterspørsel, kombinert med lavere tilbudsvekst og en svak norsk krone²¹¹.

Den vedvarende veksten i 2017 skyldes et rekordhøyt resultat. Den høye omsetningen gjenspeiles i høye laksepriser, vekst i slaktevolum grunnet forbedret biologiske faktorer, samt bedre kontroll på omkostningsveksten som følge av flere år med målrettet arbeid²¹².

Oppsummering av rentabilitetsanalysen

Det fremkommer av rentabilitetsanalysen at lakseindustrien i stor grad påvirkes av omsetnings- og omkostningsforhold. De identifiserte verdidriverne har en direkte påvirkningskraft på dette forholdet. Lakseprisen, valutakurser, slakte- og salgsvolum har betydelig påvirkning på omsetningen i laksebransjen, mens produksjonsomkostninger som fôromkostninger og omkostninger forbundet med biologiske

²⁰⁹ SalMar årsrapport, 2014, s. 8.

²¹⁰ Ibid.

²¹¹ SalMar årsrapport, 2016, s. 9.

²¹² Ibid, s. 8.

utfordringer, påvirker bransjens omkostninger. Alle disse faktorene vil ha en betydning for den strategiske estimering av WACC, som igjen vil ha innvirkning på selskapets underliggende verdi.

4.2.2 Likviditetsanalyse

Uten likviditet har ikke et selskap mulighet til å utføre lønnsomme investeringer eller betale sine forpliktelser. I verste fall, kan mangel på likviditet forårsake at selskapet går konkurs. Likviditet er derfor et sentralt tema, da mangel på likviditet ofte påvirker en virksomhets lønnsomhet negativt. Det vil være avgjørende å ha god oversikt over SalMars likviditetsrisiko når WACC skal estimeres, da en lav eller høy likviditetsrisiko vil ha direkte innvirkning på virksomhetens verdi. For å undersøke SalMars likviditetsrisiko, utføres en analyse av den kort- og langsiktige likviditetsrisikoen til selskapet, samt peer-gruppen for å skape et godt sammenligningsgrunnlag. En svakhet forbundet med analysen er at den er bakutrettet, da den bygger på historisk data. Til tross for dette, vil informasjon angående selskapenes tidligere evne til å møte forpliktelser, samt en oversikt over deres historiske finansielle risiko, være en god indikator på hvordan de fremadrettet skal møte disse utfordringene²¹³.

SalMars låneaktiviteter

Riktig finansiering og kapitalforvaltning er essensielt for alle selskaper, SalMar inkludert. Selskapet refinansierte i 2014 en eksisterende finansieringsavtale med ytterligere 5 år. Den inngåtte låneavtalen har en kredittfasilitet på 1.000 millioner, investerings- og oppkjøpsfasilitet på 2.000 millioner og en revolverende trekkfasilitet på 15.000 millioner²¹⁴. Låneavtalen er inngått med de tre bankene DNB, Nordea og Danske Bank, og ble i 2018 forlenget med tre år, med en opsjon på forlengelse i ytterligere to år til²¹⁵. Selskapet har også fått statlig støtte og lån fra Innovasjon Norge og benytter utviklingstillatelser som en indirekte finansieringskilde. Vi vil komme nærmere tilbake til disse finansieringsaktivitetene i forbindelse med estimering av kapitalstrukturen.

Kortsiktig likviditetsrisiko

En analyse av en virksomhets kortsiktige likviditetsrisiko, viser virksomhetens evne til å betale alle deres kortsiktige forpliktelser. I det følgende avsnitt beskrives noen av de mest sentrale nøkkeltallene for å belyse kortsiktig likviditetsrisiko.

²¹³ Petersen & Plenborg, 2017, s. 150.

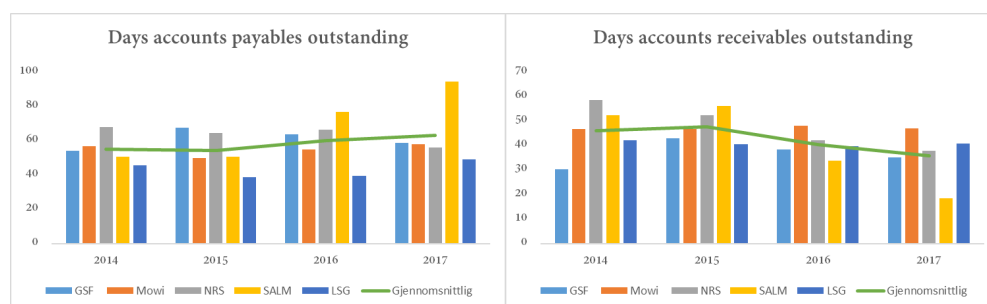
²¹⁴ SalMar Årsrapport, 2017, s. 87.

²¹⁵ SalMar Kvartalsrapport 2017, s. 8.

Kundefordringer og leverandørgjeld

En god indikator for kortsiktig likviditetsrisiko er antall dager det tar å konvertere arbeidskapital til kontanter. For å belyse dette, undersøkes det hvor mange dager det tar før SalMar får betaling fra sine kunder, og hvor mange dager selskapet bruker på å betale sin leverandørgjeld. For selskapets likviditet vil det være ideelt å få betaling fra kundene så fort som mulig, mens det vil være gunstig å betale leverandørgjelden så sent som mulig.

Figur 18 til venstre illustrerer at SalMar i 2017 brukte 95 dager på å betale sine leverandører. I tillegg viser figuren en stigende trend for SalMar, samt at selskapet har et nivå i 2016 og 2017, som er betydelig høyere enn peer-gruppen. Grafen til høyre viser at SalMar får betaling fra sine kunder raskere enn resten av peer-gruppen. Samtidig er trenden fra 2015-2017 positiv for selskapet, da de for hvert år får hurtigere betaling fra kundene. Dette er alt i alt positivt for selskapets likviditet, og trenden kan indikere at selskapet vil ha en lav fremadrettet kortsiktig likviditetsrisiko.



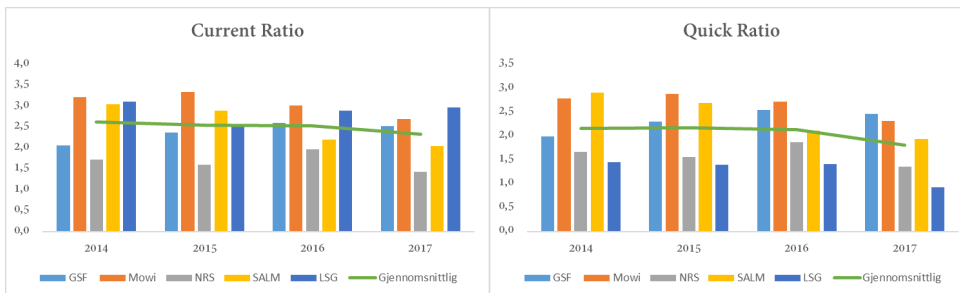
Figur 18: Days accounts receivables- and payables. Kilde: Egen tilvirkning (Virksomhetenes årsrapporter 2014-2017)

Current ratio

Et alternativt nøkkeltall for kortsiktig likviditetsrisiko er current ratio, som måler omløpsmidler over kortsiktige driftsforpliktelser. Nøkkeltallet ønsker å identifisere sannsynligheten for at omløpsmidler dekker over nåværende gjeld hvis selskapet går konkurs. Generelt gjelder det at jo større ratio, jo større sannsynlighet er det for at salget av omløpsmidler dekker over nåværende gjeld. En current ratio mindre enn 1 anes som likviditetsrisiko, da det indikerer at virksomheten har flere finansielle forpliktelser enn aktiver som kan bli omgjort til kontanter²¹⁶. Grafen nedenfor til venstre, illustrerer at SalMar har en current ratio på 2,05 i 2017 og en gjennomsnittlig ratio på 2,5 i perioden 2014-2017. Videre sees det også at trenden er fallende. Fra 2016-2017 har selskapet hatt den laveste ratio i peer-gruppen, med unntak av

²¹⁶ Petersen & Plenborg, 2017, s. 156.

Norway Royal Salmon. Noen analytikere argumenterer for at en current ratio større enn 2 indikerer lav kortsiktig likviditetsrisiko. Det er dog verdt å bemerke seg at SalMar fra 2016-2017 har hatt en current ratio som ligger lavere enn gjennomsnittet for peer-gruppen. Dette kan indikere en risiko for kortsiktig mangel på likviditet²¹⁷.



Figur 19: Current Ratio og Quick Ratio. Kilde: Egen tilvirkning (Virksomhetenes årsrapporter 2014-2017)

Quick ratio

Dersom man ønsker å kun medta de mest likvide aktiver i nøkkeltallet, skal quick ratio benyttes. Quick ratio forsøker å belyse det samme som current ratio, men anses som en mer konservativ indikator på kortsiktig likviditetsrisiko. I beregningen av quick ratio ekskluderes størrelsen på varelageret fra beregningen for samtlige peers. Dette da det argumenteres for at varelageret ikke er særlig omsettelig. Det fremkommer av grafen overfor til høyre, at utskillelsen av varelageret bidrar til at SalMar får et bedre utslag basert på gjennomsnittsratioen i peer-gruppen, men det kan være bekymringsverdig at gjennomsnittet for peers er under 2 i 2017. Utskillelsen gir dog ikke store utslag, noe som betyr at varelageret ikke er av særlig størrelse eller verdi. Dette gir dog god mening da det er tale om produksjonsvirksomheter²¹⁸.

Alt i alt indikerer Current Ratio at SalMar har lav kortsiktig likviditetsrisiko da nøkkeltallet er større enn 2 i hele perioden. Det er dog verdt å bemerke seg at Quick Ratio viser en gjennomsnittsratio lavere enn 2 for peer-gruppen og SalMar i 2017. Slike «standarder» kan dog variere fra bransje til bransje, og en sammenlikning av nøkkeltall mellom selskapene i peer gruppen anses som en mer rettviseende indikator. På bakgrunn av dette opplever ikke SalMar likviditetsrisiko på kort sikt. Imidlertid er det verdt å bemerke seg at trenden i begge nøkkeltallene er negative i perioden. Dette betyr at graden av kortsiktig likviditetsrisiko øker i perioden, noe som også kan være sannsynlig fremadrettet. Disse punktene må derfor tas hensyn til videre i oppgaven når WACC skal estimeres.

²¹⁷ Investopedia.com – Current Ratio, 2019.

²¹⁸ Petersen & Plenborg, 2017, s. 155.

Langsiktig likviditetsrisiko

En analyse av en virksomhets langsiktige likviditetsrisiko, omhandler virksomhetens langsiktige finansielle helse og evne til å betale alle fremtidige forpliktelser. I det følgende avsnittet beskrives to av de mest sentrale nøkkeltallene for å belyse langsiktig likviditetsrisiko.

Solvens ratio

Solvens ratio indikerer hvorvidt et selskaps kontantstrøm er tilstrekkelig nok til å møte dets langsiktige forpliktelser. Jo høyere solvensprosent, desto lavere er sannsynligheten for at selskapet vil misligholde sine forpliktelser²¹⁹. Figur 20 illustrerer at SalMar har den høyeste solvensprosenten i 2017. I tillegg har selskapet i hele perioden hatt en høy ratio sammenlignet med peer-gruppen, samt at grafen viser en stigende trend fra 2015-2017. På bakgrunn av denne informasjonen, argumenteres det for at SalMar har lav langsiktig likviditetsrisiko.

Interest coverage ratio

Interest coverage ratio kan alternativt benyttes for å belyse SalMars langsiktige likviditetsrisiko. Dette nøkkeltallet måler selskapets evne til å møte deres netto finansielle omkostninger. Sagt på en annen måte, måler ratioen hvor mange ganger driftsresultatet dekker over netto finansielle omkostninger. Jo høyere ratio, jo lavere langsiktig likviditetsrisiko. Igjen, illustrerer grafen til høyre nedenfor, at SalMar skiller seg ut ved å ha en av de høyeste interest coverage ratioene i peergruppen. I tillegg viser grafen at trenden fra 2015-2017 er positiv. Dette indikerer også at selskapet har lav langsiktig likviditetsrisiko.



Figur 20: Solvency Ratio og Interest Coverage Ratio. Kilde: Egen tilvirkning (Virksomhetenes årsrapporter 2014-2017)

Oppsummering av likviditetsanalysen

I lys av den ovenstående likviditetsanalysen, indikerer analysen av SalMars kortsiktige likviditet at risikoen for at selskapet misligholder sine kortsiktige forpliktelser, er relativt lav. Det er dog verdt å bemerke seg at

²¹⁹ Investopedia.com – Solvency Ratio, 2019.

selskapets trend og nivå sammenlignet med peer-gruppen taler for en noe høyere risiko på kort sikt. Current Ratio viser at selskapet ligger under gjennomsnittet for bransjen, samt at Quick Ratio indikerer at selskapet har en ratio under 2, noe som flere analytikere anser som på grensen fra lav til høy risiko. Det bemerkes imidlertid at slike standarder for finansielle nøkkeltall varierer stort fra bransje til bransje. En sammenligning opp mot peer-gruppen vil derfor gi en bedre indikator på SalMars kortsiktige likviditetsrisiko. På bakgrunn av dette er det foreløpig usannsynlig at selskapet ikke klarer å betale sin kortfristede gjeld i nær fremtid. Basert på analysen av den langsiktige likviditetsrisikoen, argumenteres det for at risikoen for SalMar er lav. Dette understøttes av en positiv trend og høy solvensgrad og Interest Coverage Ratio.

4.2.3 Delkonklusjon av den finansielle analyse

I undersøkelsesspørsmål to ønsker vi å undersøke hvordan funnene i den strategiske analysen fremkommer i rentabilitets- og likviditetsanalysen. Det fremgår av rentabilitetsanalysen at lakseindustrien i stor grad påvirkes av omsetnings- og omkostningsforhold. Sentrale verdidrivere identifisert i den strategiske analysen har en direkte påvirkningskraft på dette forholdet. Eksempelvis fremgår det fra nøkkeltallene at SalMars lønnsomheten er drevet av høye laksepriser, kombinert med voksende etterspørsel, lav tilbudsvekst og en svak norsk krone. Videre påvirkes omkostningsforholdet i bransjen hovedsakelig av økte fôromkostninger og omkostninger forbundet med biologiske utfordringer. SalMar arbeider dog målrettet mot å få kontroll på disse omkostningene ved å ha et mål om å være omkostningsledene. Direkte tiltak for å nå dette målet er eksempelvis utvikling av ny teknologi, som Ocean Farm 1 og InnovaMar.

Videre fremgår det av likviditetsanalysen at SalMar har lav likviditetsrisiko både på kort og lang sikt. Dette skyldes hovedsakelig at selskapet har god nok inntjening til å møte sine finansielle forpliktelser. Selskapets gode inntjening er direkte knyttet til sentrale faktorer identifisert og diskutert i den strategiske analysen og rentabilitetsanalysen. Tabell 8 nedenfor har til hensikt å oppsummere selskapets verdidrivere:

Industrielle verdidrivere	Spesifikke verdidrivere for SalMar
- Laksepris	- Potensiale for ytterligere vekst ved bedre omkostningskontroll
- Endringer i tilbud og etterspørsel for laks	
- Handelskrig mellom Kina og USA	
- Brexit	- Ocean Farm 1
- Økende helsetrend og miljøbevissthet	
- Rentenivå	- InnovaMar
- Valutakurser, særlig EUR/NOK	
- Råvarepriser	
- Miljømessige reguleringer, f.eks. utviklingstillatelser	
- Lakselus, rømming og sykdommer	

Tabell 8: Oppsummering verdidrivere. Kilde: Egen tilvirkning

5.0 Verdiansettelse del 1 – en teoretisk tilnærming

På bakgrunn av den strategiske og finansielle analysen, samt budsjetteringen av de fremtidige cash flows vedlagt i bilag 5.1, gjennomføres en analyse av WACC og virksomhetens verdi. Analysen vil være todelt, hvor den første delen har som formål å illustrere problematikken og konsekvensene rundt den tradisjonelle estimeringen av WACC. Vi vil undersøke i hvor stor grad rammeverket lider av tvetydighet og hvordan teoretiske metoder gir rom for egne antakelser. Dette forventer vi at skaper store estimeringsfeil og spenn i virksomhetens verdi. For å avdekke dette vil vi gjennomføre forskjellige følsomhetsanalyser knyttet til alle komponentene i WACC.

Den andre delen av analysen har til hensikt å undersøke hvilken effekt de strategiske faktorene identifisert i fundamentalanalysen har på de ulike komponentene i WACC. Vi ønsker ytterligere å belyse hvorvidt en strategisk tilnærming til estimeringen av WACC bidrar til å gi et bedre bud på SalMars verdi. Formålet med oppgaven er derfor ikke å finne virksomhetens fundamentale verdi for å komme med en hold-, salgs- eller kjøpsanbefaling, slik som i tradisjonelle verdiansettelser.

For å verdiansette SalMar og illustrere hvilken effekt strategiske faktorer og estimeringsfeil har på WACC og virksomhetens verdi, har vi valgt å anvende Discounted Cash Flow Model (DCF). DCF er en såkalt absolutt verdiansettelsesmodell, og har som formål å kalkulere virksomhetens fundamentale verdi. Modellen er en av de mest anvendte, og betraktes som pålitelig og ukomplisert²²⁰.

5.1 Estimering av den gjennomsnittlige kapitalomkostningen: WACC

I løpet av de siste 50 årene har finansteorien utviklet flere rammeverk for å verdiansette virksomheter. Mange av rammeverkene krever få estimeringer av få parametere, og er dermed simple å anvende. Verdien av SalMar estimeres som beskrevet ovenfor ved bruk av DCF-modellen, hvor de estimerte fremtidige cash flow tilbakediskonteres til nåtidsverdi. Modellen krever blot to input, hvor det ene er de fremtidige cash flows, og det andre er diskonteringsrenten (WACC), som avspeiler risikoen for kontantstrømmene²²¹.

WACC er tidligere i oppgaven definert som den vektete gjennomsnittlige kapitalomkostning, og benyttes som diskonteringsfaktor av frie kontantstrømmer i verdiansettelsen. Investorer er avhengige av å bli

²²⁰ Petersen & Plenborg, 2017, s. 212.

²²¹ Bancel & Mittoo, 2014, s. 107.

kompensert for risiko de påtar seg, og ved hjelp av WACC kan investorer transformere denne risikoen til en estimering av WACC ved bruk av følgende formel²²²:

$$WACC = \frac{NIBD}{NIBD + E} * r_d * (1 - T_c) + \frac{E}{NIBD + E} * r_e$$

Formelen definerer (NIBD) som markedsverdien av netto rentebærende gjeld, (E) som markedsverdien av egenkapitalen, (r_d) som gjeldsomkostningen, (r_e) som egenkapitalomkostningen og (t_c) som den marginale skattesats.

Som beskrevet er estimeringen av WACC meget kompleks, samtidig som det er et stort spenn i hvordan analytikere definerer, avgrenser og analyserer komponentene. Franck Bancel og Usha Mittoo gjennomførte i 2014 en undersøkelse av 365 respondenter med finansbakgrunn, med det formål å kartlegge hvordan respondentene estimerer noen av nøkkelparameterne i verdiansettelsen, herunder parameterne i WACC. Motivasjonen for undersøkelsen henger sammen med at det identifiseres store forskjeller i hvordan virksomheters verdi fastsettes, til tross for simple og standardiserte rammeverk²²³. Estimeringen av WACC krever eksempelvis en rekke antakelser og forutsetninger, og siden rammeverket ikke gir entydig veiledning til hvordan estimeringen skal gjennomføres, tvinges brukerne av rammeverkene til å ta egne antakelser, hvilket sørger for alvorlige estimeringsfeil og variasjoner i hvordan WACC estimeres²²⁴.

Vi vil herved bruke en teoretisk tilnærming til å estimere komponentene i WACC, som ofte anvendes i tradisjonelle verdiansettelser. Dette gjøres på bakgrunn av blant annet undersøkelsen av Bancel & Mittoo (2014), PwC sin rapport (2018), og Petersen & Plenborg (2017) og Damodarans (2012) teorier og litteratur på området. Vi ønsker også å bygge videre på undersøkelsen av Bancel & Mittoo ved å identifisere hvilken konkret effekt tvetydig estimering av WACC har for verdien av SalMar. Med andre ord ønsker vi å undersøke hvor alvorlige disse feilene faktisk er, ved å anvende SalMar som case.

²²² Petersen & Plenborg, 2017, s. 246.

²²³ Bancel & Mittoo, 2014, s. 106.

²²⁴ Ibid, s. 116.

5.1.1 Kapitalstruktur

I de kommende avsnitt vil kapitalstrukturen defineres, og heretter vil target kapitalstruktur estimeres med utgangspunkt i de tre tilnærmingene: ledelsens tilnærming, nåværende kapitalstruktur og kapitalstrukturen til sammenlignbare selskaper.

Estimering av kapitalstruktur

WACC beregnes som et vektet gjennomsnitt av egenkapital- og fremmedkapitalomkostningen, og det er kapitalstrukturen som beskriver forholdet mellom andelen av egenkapital og fremmedkapital i en virksomhet, og hermed hvordan virksomheten finansierer operasjonell drift og vekst²²⁵. Koller et al (2010) argumenterer for at estimeringen av kapitalstrukturen skal baseres på et target, fremfor virksomhetens faktiske kapitalstruktur. Årsaken til dette skyldes at en virksomhets nåværende kapitalstruktur ikke godt nok avspeiler hvilket nivå virksomheten ligger på i fremtiden, men blot reflekterer kortsiktige sving²²⁶.

Target kapitalstruktur kan estimeres på forskjellige måter, og litteraturen foreslår en kombinasjon av tre ulike tilnærminger. Den første tilnærmingen baserer seg på å undersøke hvordan lederne finansierer driften for å nå target kapitalstruktur. I den andre tilnærmingen estimeres virksomhetens nåværende kapitalstruktur, basert på markedsverdier. Den siste metoden estimerer kapitalstrukturen til sammenlignbare selskaper i bransjen²²⁷. Vi vil hermed vurdere disse metodene og heretter estimere SalMars target kapitalstruktur.

Ledelsens tilnærming

Konsernet i SalMar forvalter kapitalstrukturen, og gjør løpende justeringer for å maksimere verdien av aksjene i selskapet. SalMar har hermed ikke en klar target kapitalstruktur, men sørger for å rebalansere kapitalstrukturen løpende på kort- og mellomlang sikt. Denne kapitalforvaltningen skjer eksempelvis med justering av utbytteandeler eller tilbakekjøp av aksjer, i tillegg til å overholde covenantskrav som baseres på egenkapitalandelen og forholdstall mellom netto rentebærende gjeld og EBITDA²²⁸. Fra årsrapporten, og basert på bokførte verdier, er kapitalstrukturen 59,3 % egenkapital og 40,7 % gjeld i 2017. Gjennomsnittlig

²²⁵ Petersen & Plenborg, 2017, s. 246.

²²⁶ Koller et al, 2010, s. 266.

²²⁷ Ibid.

²²⁸ SalMar årsrapport, 2017, s. 73.

har nivået fra 2007-2017 ligget på en egenkapitalandel på 46,55 % og en gjeldsandel på 53,45 %, og beregningene finnes i bilag 4.1²²⁹.

Estimering av nåværende kapitalstruktur

Ovenstående diskusjon er ikke tilstrekkelig for å estimere SalMars kapitalstruktur fremadrettet. En kombinasjon av ledelsens informasjoner og SalMars nåværende kapitalstruktur fører oss derimot nærmere et estimat på SalMars target kapitalstruktur²³⁰. Den nåværende kapitalstruktur kan estimeres basert på enten bokførte verdier eller markedsverdier, og en diskusjon omkring dette er derfor nødvendig før den nåværende kapitalstrukturen kan estimeres.

Aswath Damodaran (2012) er en av mange analytikere som mener at markedsverdier gir et mer rettviseende bilde enn bokførte verdier i estimeringen av kapitalstrukturen. Damodaran peker på tre grunnleggende argumenter mot bruken av markedsverdier, men fastslår at ingen er overbevisende nok. For det første mener flere at markedsverdier er meget volatile, og at bokførte verdier derfor er mer pålitelige. Damodaran mener imidlertid at bokførte verdier ikke tar høyde for at virksomheter endrer seg over tid, og påliteligheten trekkes derfor frem som en svakhet fremfor en styrke. Til tross for at markedsverdien er meget volatil, mener Damodaran at den gir verdifull informasjon og avspeiler viktige markeds- og virksomhetsspesifikke endringer²³¹.

For det andre mener Damodaran at bruken av bokførte verdier er en konservativ tilnærming, med en antakelse om at markedsverdien av gjelden alltid er lavere enn den bokførte verdien, noe Damodaran mener ikke er basert på fakta. Damodaran argumenterer til sist for at antakelsen om at kreditorer ikke vil låne ut basert på markedsverdier heller ikke baseres på fakta²³². Som følge av denne diskusjonen, argumenterer derfor Damodaran for at bruken av markedsverdier i en verdiansettelse gir det mest rettviseende bilde.

Petersen & Plenborg (2017) mener også at kapitalstrukturen skal fastlegges på bakgrunn av markedsverdier, da disse verdiene best speiler offeromkostningene for investorer og utlånere²³³. I forhold til respondentene i undersøkelsen fra Bancel & Mittoo, svarer imidlertid 46 % at de benytter en target kapitalstruktur basert på markedsverdier, mens 34 % opplyser at de benytter bokførte verdier til

²²⁹ SalMars årsrapporter 2007-2017.

²³⁰ Koller et al, 2010, s. 266.

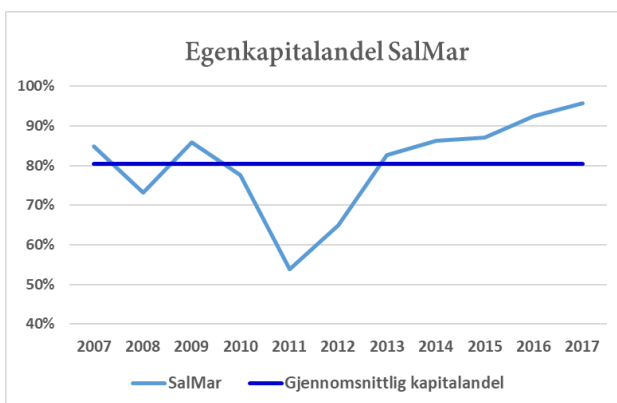
²³¹ Damodaran, 2012 s. 218.

²³² Ibid.

²³³ Petersen & Plenborg, 2017, s. 246.

fastsettelsen av kapitalstrukturen. Noe av årsaken til at disse variasjonene observeres, kan forklares av at bokførte verdier er lettere tilgjengelige enn markedsverdier²³⁴.

Basert på Damodaran og Petersen & Plenborgs argumenter, beregnes kapitalstrukturen til SalMar med utgangspunkt i markedsverdier. Markedsverdien av egenkapitalen estimeres ved å multiplisere utestående aksjer med aksjekursen per 29.12.2017²³⁵. Markedsverdien av SalMars gjeld er ikke på samme måte som egenkapitalen observerbar, men den bokførte verdien av gjelden kan benyttes som et proxy for markedsverdien²³⁶. SalMar opplyser også i årsrapporten at den bokført verdien av den langsiktige netto rentebærende gjelden er tilnærmet lik markedsverdien²³⁷. Den bokførte verdien av gjelden benyttes hermed som et proxy for markedsverdien i beregningen. I figur 21 er egenkapitalandelen til SalMar fra 2007-2017 illustrert, og beregningene sees i bilag 4.1.



Figur 21: Egenkapitalandel SalMar. Kilde: Egen tilvirkning (SalMars årsrapporter 2007-2017).

Vi har valgt å inkludere regnskapstall fra 2007-2017 for å få bredt overblikk over hvordan nedgangs- og oppgangstider påvirker selskapets gjeldsandel. Det fremgår av grafen at egenkapitalverdien til SalMar de siste 11 årene varierer innenfor intervallet 53,8 % til 95,8 %. Egenkapitalverdien falt fra 2007 til 2008 og fra 2009 til 2011, som både skyldes drastiske fall i aksjekursen, samt økning i netto rentebærende gjeld. Spesielt sees det en stor økning i både kort- og langfristet gjeld fra 2010 til 2011 og økning i den langfristede gjeld fra 2009-2012. Siden 2011 har egenkapitalandelen til SalMar økt, og andelen ligger i gjennomsnitt på 80,39 % i perioden.

²³⁴ Bancel & Mittoo, 2014, s. 109.

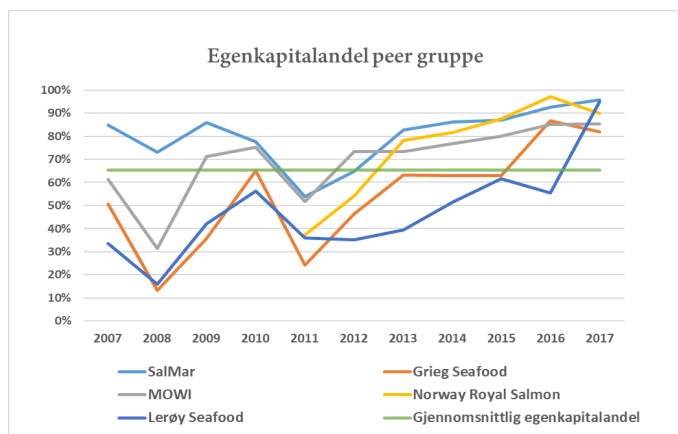
²³⁵ Damodaran, 2012 s. 219.

²³⁶ Koller et al, 2010, s. 267.

²³⁷ SalMar årsrapport, 2017, s. 86.

Kapitalstrukturen til sammenlignbare selskaper

For å sette kapitalstrukturen til SalMar i perspektiv, og bedre kunne vurdere target kapitalstruktur, er det som nevnt innledningsvis nødvendig å undersøke historisk kapitalstruktur i industrien. Petersen & Plenborg (2017) støtter også dette argumentet, og derfor er peer-gruppens kapitalstruktur estimert. Da vi tidligere i oppgaven har identifisert sammenlignbare selskaper fungerende som en peer gruppe, sees det hensiktsmessig å benytte den samme gruppen i denne analysen. Norway Royal Salmon ble først børsnotert i 2011, og data er derfor først medtatt dette året. I figur 22 er egenkapitalandelen til peer gruppen fra 2007-2017 illustrert, og beregningene finnes i bilag 4.1-4.5.



Figur 22: Egenkapitalandel peer gruppe. Kilde: Egen tilvirkning (Virksomhetenes årsrapporter 2007-2017).

Det sees av grafen at både Grieg Seafood og Lerøy Seafood ligger på et vesentlig lavere historisk egenkapitalnivå enn resten av peer-gruppen, sett bort fra Lerøys nivå i 2017 som forhøyes betraktelig av en aksjesplitt på 1:10. Dersom disse selskapene utelates av peer-gruppen, sees det en gjennomsnittlig egenkapitalandel på 75 %. Da de sammenlignbare selskapene i industrien opplever det samme sykliske mønsteret som SalMar, er det ikke urimelig at SalMars target kapitalstruktur ligger på en egenkapitalandel på 80,39 % og en gjeldsandel på 19,61 %.

Oppsummert vil SalMars target kapitalstruktur med utgangspunkt i den ovenstående diskusjon ligge på en egenkapitalandel på **80,39 %** og en gjeldsandel på **19,61 %**.

5.1.2 Egenkapitalens avkastkrav, r_e

Egenkapitalens avkastkrav vil i de kommende avsnitt defineres og estimeres med utgangspunkt i CAPM-modellen. CAPM-modellen vil heretter dekomponeres og vi vil videre analysere komponentene hver for seg.

Estimering av egenkapitalens avkastkrav

Egenkapitalens avkastkrav består av den risikofrie rente, en virksomhetsspesifikk risiko og markedsrisikopremien²³⁸. CAPM-modellen ble introdusert i 1964, og er den mest anvendte modellen til å estimere egenkapitalens avkastkrav²³⁹. Modellen er både lett å forstå og anvende, og i Bancel & Mittoos undersøkelse svarer 80 % av respondentene av de benytter modellen til å estimere egenkapitalens avkastkrav²⁴⁰. Til tross for at modellen er mye brukt, bygger CAPM på en rekke antakelser som ikke nødvendigvis overholdes i praksis²⁴¹. Mye av kritikken går også ut på at den ikke gir god nok veiledning til hvordan de ulike parameterne skal estimeres, og at det hermed oppstår stor variasjon blant estimatene, som igjen kan sørge for store variasjoner i verdiansettelsen²⁴².

Til tross for kritikk av modellen og antakelsene bak, har ingen modeller vært så revolusjonerende at de har erstattet CAPM, og modellen er fremdeles den mest anvendte²⁴³. Med utgangspunkt i dette vil CAPM benyttes til å estimere egenkapitalens avkastkrav. Vi ønsker dog å rette en større oppmerksomhet til de ulike tilnærmingene til hvordan parameterne estimeres og vurdere effekten av estimeringen på WACC og SalMars verdi. I de følgende avsnitt vil først ideen bak CAPM presenteres, og heretter vil den risikofrie rente, beta og markedsrisikopremien estimeres og diskuteres i detalj.

CAPM-modellen

Den grunnleggende ideen i CAPM-modellen er at investor kun er eksponert overfor systematisk risiko dersom det konstrueres en veldiversifisert portefølje av aksjer. Den systematiske risiko gjenspeiles av beta, og er ikke mulig å diversifisere bort. I følge CAPM er egenkapitalens avkastkrav definert som²⁴⁴:

$$r_e = r_f + \beta_e * (r_m - r_f)$$

Hvor:

r_e = Eiernes avkastkrav

r_f = Risikofri rente

β_e = Systematisk risiko

r_m = Avkastning på markedsporteføljen

²³⁸ Koller et al, 2010, s. 238.

²³⁹ Damodaran, 2012, s. 65.

²⁴⁰ Bancel & Mittoo, 2014, s. 109.

²⁴¹ Zolotoy & John, 2016, s. 95.

²⁴² Koller et al, 2010, s. 240.

²⁴³ Ibid, s. 36.

²⁴⁴ Petersen & Plenborg, 2017, s. 249.

Vi vil videre dekomponere CAPM, og diskutere ulike metoder til hvordan komponentene i modellen kan estimeres.

5.1.3 Risikofri rente, r_f

Den risikofrie renten vil i de kommende avsnitt defineres og estimeres ved hjelp av eksisterende litteratur på området, kombinert med en rapport fra PwC og undersøkelsen gjennomført av Bancel & Mittoo.

Estimering av den risikofrie rente

Den risikofrie renten innebærer at en investor kan oppnå et avkast som er risikofritt. Ideen bak en rente med helt risikofri avkastning eksisterer ikke i realiteten, men noen renter er imidlertid tilnærmet lik risikofrie. Normalt anvendes statsobligasjoner som proxy for den risikofrie rente, da den underliggende antakelse er at slike aktiver er risikofrie²⁴⁵. Med tanke på at formålet er verdiansettelse og tidshorisonten er uendelig, anbefales det å benytte 3-årige, 5-årige, eller 10-årige statsobligasjoner. Disse må dog uttrykkes i samme valuta som det underliggende cash flow for å håndtere problemstillinger rundt inflasjon²⁴⁶.

Videre vil det være fordelaktig å bruke en statsobligasjon med samme løpetid for hvert cash flow som tilbakediskonteres. Dette er dog en meget kompleks metode, samt at slike årsspesifikke risikofrie renter har begrenset effekt på virksomhetens verdi²⁴⁷. Normal praksis er å anvende én rente fra en statsobligasjon som best reflekterer cash flowet. Det fremkommer i en rapport fra PwC (2018) at 34 % anvender en risikofri rente på bakgrunn av en 10-årig statsobligasjon, 15 % anvender en 5-årig statsobligasjon, mens 8 % anvender en 3-årige statsobligasjon²⁴⁸. Til sammenligning svarte 78 % av respondentene i undersøkelsen fra Bancel & Mittoo at de anvender en 10-årig statsobligasjon. At en 10-årig statsobligasjon er så populær kan skyldes at den er meget likvid, og har samme tidshorisont som langsiktige investeringer²⁴⁹. En obligasjon med kortere tidshorisont vil imidlertid være mindre følsom overfor inflasjonsendringer²⁵⁰.

Det observeres flere forskjeller i bruken av et lands statsobligasjon som proxy for den risikofrie rente. To tredjedeler av respondentene fra Bancel & Mittoo undersøkelsen, bruker statsobligasjoner fra det landet hvor selskapets underliggende cash flow stammer fra. De resterende respondentene anvender

²⁴⁵ Bancel & Mittoo, 2014, s. 109.

²⁴⁶ Petersen & Plenborg, 2017, s. 249-251.

²⁴⁷ Damodaran, 2012, s. 158.

²⁴⁸ PwC.no— Risikopremien i det norske markedet, 2018, s. 7.

²⁴⁹ Bancel & Mittoo, 2014, s. 109.

²⁵⁰ Petersen & Plenborg, 2017, s. 249-251.

statsobligasjonen fra et land som har AAA-rating som proxy for den risikofrie rente²⁵¹. For å håndtere problemstillinger rundt inflasjon, skal det underliggende cash flow uttrykkes i samme valuta som det landet statsobligasjonen utstedes i. SalMars underliggende cash flow er estimert i norske kroner, som innebærer å bruke en norsk statsobligasjon for å estimere den risikofrie renten. Videre viser tall fra PwC (2018) at 28 % av finansanalytikerne anvender den normaliserte rente som et bud på den risikofrie rente. Dette tilsvarer en økning på 1 % fra året før. Til sammenligning har bruken av en 10-årig statsobligasjon falt med 6 % i samme periode²⁵².

På bakgrunn av ovenstående diskusjon, vil den risikofrie renten bestå av et gjennomsnitt av den 10-årige norske statsobligasjonen per 29.12.2017 på 1,65 % og en normalisert risikofri rente²⁵³. Den normaliserte risikofrie renten settes til 3 %, som flertallet av analytikere (39 %) også benytter²⁵⁴. Den risikofrie rente estimeres derfor til **2,33%**.

5.1.4 Systematisk risiko, β_e

Den systematiske risiko vil i de følgende avsnitt defineres og estimeres med utgangspunkt i historiske avkast, beta for peer-gruppen og beta for industrien.

Estimering av systematisk risiko

I CAPM-modellen er beta for en investering den risikoen som tillegges markedsporteføljen. Aksjens forventede avkast er drevet av beta, som er et mål for samvariasjon mellom markedsindeksen og aksjeavkastet. I teorien krever CAPM-modellen at beta estimeres på bakgrunn av fremtidig data i motsetning til en historisk beta. Teorien gir imidlertid ingen klar indikasjon på hvordan en slik beta skal estimeres. De fleste lærebøker foreslår å estimere en historisk beta som et første skritt og deretter justere beta for å innregne endringer i selskapets nåværende og fremtidige operasjoner²⁵⁵. Dette blir imidlertid sjeldent tatt hensyn til i tradisjonelle verdiansettelser.

I de følgende avsnitt beregnes derfor beta ved bruk av tre ulike metoder: den første metoden baserer seg på historiske avkast; den andre metoden estimerer beta på bakgrunn av peer-gruppen; og den siste

²⁵¹ Bancel & Mittoo, 2014, s. 109.

²⁵² PwC.no– Risikopremien i det norske markedet, 2018, s. 7.

²⁵³ Norges Bank – Statsobligasjoner, 2019.

²⁵⁴ PwC.no– Risikopremien i det norske markedet, 2018, s. 7.

²⁵⁵ Bancel & Mittoo, 2014, s. 110.

metoden anvender et betaestimat for industrien²⁵⁶. Disse metodene gir som regel forskjellig betaverdi som kan medføre måleproblemer. Effekten av målefeilene vil senere i analysen illustreres ved hjelp av følsomhetsanalyser.

Beta ved bruk av regresjon

Den konvensjonelle tilnærmingen til å estimere beta til et selskap er gjennom en regresjonsanalyse basert på selskapets historiske avkast mot avkastet på en indeks som representerer markedsporteføljen. Til tross for at metoden virker simpel, lider den av mange svakheter, samtidig som den hviler på flere antakelser som potensielt kan føre til meget forskjellige betaestimer. Metodens antakelser korrelerer med dens svakheter, og lyder som følger²⁵⁷:

- Selskaper er i konstant endring, noe som medfører at beta vil være ustabil over tid.
- CAPM forutsetter bruk av fremtidig data, mens regresjonsanalysen tar utgangspunkt i historisk data.
- Virksomhetens beta kan undervurderes dersom aksjen har lav likviditet.

Det første en må ta stilling til er lengden på måleperioden, som innebærer et trade-off mellom statistisk nøyaktighet og aktualitet. En lengre estimeringsperiode gir en høyere statistisk tillit til betaestimatet, men man risikerer å inkludere utdatert informasjon som kanskje ikke lenger er relevant for selskapets fremtidige risiko. Valget kan potensielt produsere forskjellige betaverdier²⁵⁸.

Det andre en må ta stilling til er hvorvidt regresjonen baserer seg på daglige, ukentlige, månedlige, eller årlige avkast. De ulike valgene vil også kunne medføre forskjellige betaverdier. Særlig kan daglige avkast gi alvorlige målefeil for aksjer med lav likviditet på grunn av ikke-synkronisert handel med markedsindeksen²⁵⁹. Problemer forbundet med mangel på likviditet anses dog ikke som vesentlig for SalMar, da aksjen de siste 3 årene har hatt en gjennomsnittlig omsetning på 74 millioner per dag²⁶⁰.

En annet viktig avgjørelse omhandler valg av markedsindeks. En smal indeks kan generere en høy beta for aksjer som inngår i indeksen, som følge av høye korrelasjoner mellom avkastningen for disse aksjer og

²⁵⁶ Petersen & Plenborg, 2017, s. 251-254.

²⁵⁷ Ibid, s. 252.

²⁵⁸ Damodaran, 2012, s. 188.

²⁵⁹ Ibid.

²⁶⁰ Nordnet.no – Aksjehistorikk for SalMar, 2019.

markedsindeksen. I tillegg skal det tas stilling til om markedsindeksen for landet, regionen eller verden skal anvendes, da det vil variere for innenlandske og multinasjonale selskaper²⁶¹.

Undersøkelsen utført av Bancel & Mittoo avslører at til tross for at 81 % av respondentene bruker historisk data for å estimere beta, varierer deres valg av måleperiode og avkast betraktelig. Eksempelvis anvender 48 % av respondentene månedlige avkast, 20 % daglige avkast og 19 % årlige avkast. Videre anvender 53 % av respondentene en tidsperiode på 1-3 år, hvor 37 % anvender tidsperioder på mer enn 3 år. Valg av markedsindeks varierer også betydelig; 48 % velger en indeks til et land, 24 % velger en europeisk indeks og 24 % bruker en verdensindeks. 72 % av respondentene velger imidlertid en markedsindeks på bakgrunn av virksomheten som evalueres – noe som samsvarer med finansiell teori. Å anvende en verdensindeks vil for eksempel gi god mening dersom selskapet er multinasjonalt, hvor en innenlandsk indeks gir bedre mening for et nasjonalt selskap²⁶².

Videre anvendes det forskjellige metoder for å estimere selskapets økonomiske beta, hvilket avhenger av selskapets finansielle og forretningsmessige sammensetning av gjeld. Mange lærebøker foreslår å bruke en «unlevered» beta for selskapet, som antar ingen finansiell gjeldsgrad. Deretter gjennomføres en «relevering» av beta for å ta hensyn til selskapets target kapitalstruktur. Omtrent 86 % av respondentene anvender en gjennomsnittlig «unlevered» beta fra sammenlignbare selskaper som estimat for selskapets beta²⁶³.

Markedsmodellen er den mest anvendte modellen for å estimere råbeta ved hjelp av regresjon og den benyttes derfor videre i regresjonsanalysen.²⁶⁴

$$R_i = \alpha + \beta_m + e$$

På bakgrunn av ovenstående diskusjon vil SalMars aksjeavkast benyttes som responsvariabel, mens den forklarende variabel er hovedindeksen på Oslo Børs (OSE) da SalMar og peer-gruppen er norske selskaper som er oppført på Oslo Børs. Det er dog viktig å ta hensyn til at oljeindustrien veier tungt på OSE, hvilket lakseindustrien ikke påvirkes av. Derfor anvendes heller Oslo Børs Benchmark Index (OSEBX) som index benchmark i analysen.

²⁶¹ Damodaran, 2012, s. 188.

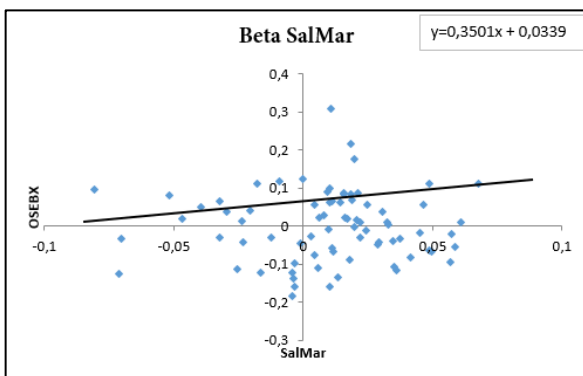
²⁶² Bancel & Mittoo, 2014, s. 111.

²⁶³ Ibid.

²⁶⁴ Damodaran, 2012, s. 183.

Intervalltet mellom måleperioden og observasjonene kan medføre målefeil, som vil ha stor innflytelse på betaverdien. På en side, vil en lengre estimeringsperiode gir et bredere datagrunnlag, men på en annen side har SalMar over tid endret strategi og risikoprofil. På grunnlag av dette, samt en 5-årig budsjettperioden, anses det som hensiktsmessig å anvende en 5-års periode i regresjonsanalysen. Videre i analysen benyttes månedlige avkast, da ukentlige og daglige avkast kan medføre systematisk bias²⁶⁵.

For å utføre regresjonsanalysen anvendes Excel, og dataen benyttet i regresjonen er lastet ned fra Bloomberg. Resultatene fra regresjonen illustreres i tabell 9, og outputet fra regresjonen finnes i bilag 4.7.



Tabell 9: Beta regresjonsanalyse SalMar. Kilde: Egen tilvirkning (Bloomberg).

Estimeringen av beta basert på regresjonsanalysen gir en råbeta på 0,35. Bloomberg velger imidlertid å estimere det som kalles en adjusted beta, som beregnes ved følgende formel²⁶⁶:

$$\text{Adjusted beta} = \text{Raw beta} * 0,67 + 1 * 0,33$$

Disse vektene (0,67 og 0,33) varierer ikke over aksjer, og metoden har til hensikt å justere beta til å gå mot 1. Dette gjøres for å støtte opp empirisk bevis som tyder på at over tid, vil beta for de fleste virksomheter bevege seg mot den gjennomsnittlige beta, som er 1. Dette kan forklares av det faktum at virksomheters produktmiks og kundebase blir mer diversifisert i takt med at de vokser. Damodaran støtter empirien bak en beta som over tid vil gå mot 1²⁶⁷. En slik justering vil gi en adjusted beta på 0,5645.

Deretter skal den økonomiske beta kalkuleres for å reflektere SalMars fremtidige kapitalstruktur. På bakgrunn av dette estimeres «beta unlevered», som innebærer å justere for effekten av gjeld i de foregående periodene. Den gjennomsnittlige gjelden for selskapet fra 2014-2017 skal derfor beregnes for å

²⁶⁵ Damodaran, 2012, s. 188.

²⁶⁶ Ibid, s. 187

²⁶⁷ Ibid.

estimere unlevered beta. For å kalkulere unlevered beta, må vi først beregne beta for gjelden. Den estimeres ved bruk av følgende formel:

$$\beta_d = \frac{r_d - r_f}{r_m - r_f} = \frac{2,53\% - 2,33\%}{5\% - 2,33\%} = 0,0755$$

Unlevered beta kan nå beregnes ved å benytte følgende formel²⁶⁸:

$$B_a = \frac{B_e + B_d * \left(\frac{NIBD}{E}\right)}{1 + \left(\frac{NIBD}{E}\right)} = \frac{0,5645 + 0,0755 * 9,6\%}{1 + 9,6\%} = 0,5217$$

For at beta skal reflektere SalMars fremtidige kapitalstruktur, skal unlevered beta omregnes til «beta relevered» med SalMars target kapitalstruktur²⁶⁹:

$$B_e = B_a + (B_a - B_d) * \frac{NIBD}{E} = 0,5217 + (0,5217 - 0,0755) * 19,6\% = 0,6092$$

På bakgrunn av ovenstående regresjonsanalyse og beregninger, er SalMars «beta relevered» estimert til **0,6092**.

Beta basert på peers

Som tidligere beskrevet fremkommer det at omtrent 86 % av respondentene anvender en gjennomsnittlig «unlevered» beta fra sammenlignbare selskaper som estimat for selskapets beta. Derfor kan beta også estimeres basert på et industrigjennomsnitt for peer-gruppen. Dette gjøres med utgangspunkt i samme metode som overfor, hvor regresjonsresultater fra regresjonsanalyser av hele peer-gruppen vil anvendes. Betaverdiene vil deretter justeres for kapitalstruktur for å finne «unlevered» beta. Deretter vil den gjennomsnittlige industribetaen for peer-gruppen justeres for SalMars target kapitalstruktur, hvilket gir en beta på **0,7294**. Summary output og regresjon for de respektive selskapene finnes i bilag 4.9-4.16, og resultatene er illustrert i tabell 10.

Beta for peer-gruppen	Råbeta	Adjusted beta	Beta gjeld	Beta unlevered
SalMar	0,3501	0,5645	0,0755	0,5217
Lerøy	0,4436	0,6272	1,2990	0,7984
Grieg Seafood	0,8205	0,8797	0,6005	0,8213
Norway Royal Salmon	0,8275	0,8844	0,7784	0,8739
Mowi	0,3793	0,5841	0,8954	0,6319
Gjennomsnitt	0,5642	0,7080	0,7298	0,7294
Beta relevered	0,7294			

Tabell 10: Beta for peergruppen. Kilde: Egen tilvirkning (Regresjonsanalysen og Bloomberg).

²⁶⁸ Petersen & Plenborg, 2017, s. 255.

²⁶⁹ Ibid.

Beta basert på industrien

Den tredje metoden tar utgangspunkt i en gjennomsnittsbeta for hele industrien. Tanken er at selskaper i samme industri eksponeres for samme operasjonelle risiko, og derfor burde ha liknende operasjonell beta. Det argumenteres for at betaestimerer basert på et industrigjennomsnitt inneholder færre feilkilder enn virksomhetsspesifikke betaer. Bakgrunnen for dette er at individuelle over- og underestimerte betaverdier har en tendens til å utlikne hverandre²⁷⁰. Ifølge Damodarans estimerer per januar 2019, er den gjennomsnittlige unlevered beta på 0,63. Dette betaestimatet er basert på 141 europeiske virksomheter i «Food Processing» industrien²⁷¹. Relevered beta for SalMar er derfor **0,664**. Videre skal det bemerkes at også denne metoden lider av flere svakheter, blant annet at ikke alle 141 virksomhetene i industrien er direkte sammenlignbare med SalMar, samt at også denne metoden er bakutrettet.

Samlet estimering av beta

Ovenstående analyse av beta tar for seg tre ulike måter å estimere beta på; (1) beta basert på regresjonsanalyse, (2) beta basert på peers og (3) beta basert på industrien. Tabell 11 illustrerer at de forskjellige metodene produserer forskjellige betaestimerer, som varierer i intervallet 0,6092-0,7294. Det fremgår av analysen at alle metodene lider av flere svakheter. De er eksempelvis bakutrettet, som ikke nødvendigvis er beste bud på fremtiden. Beta basert på industrien tar videre utgangspunkt i 141 europeiske virksomheter i «Food Processing» industrien. Det medfører usikkerhet til hvorvidt disse virksomhetene er direkte sammenlignbare med SalMar. Dette gjør seg i mindre grad gjeldende for peer-gruppen. Det argumenteres for at et betaestimat basert på en regresjonsanalyse av SalMar bedre vil matche selskapets underliggende fremtidige cash flow. Dette skyldes at regresjonsanalysen baserer seg på SalMars historiske avkast over en 5 års periode. På bakgrunn av dette vil beta basert på regresjonsanalysen benyttes som betaestimat i estimeringen av WACC. Dette tilsvarer en beta på **0,6092**. Vi vil imidlertid senere i oppgaven vurdere hvor stor innflytelse valg av metode, og dermed en annen beta, har for verdien av SalMar.

Betaestimerer for SalMar	
Beta fra regresjonsanalysen	0,6092
Beta fra peers	0,7294
Beta fra industrien	0,6637

Tabell 11: Betaestimerer for SalMar. Kilde: Egen tilvirkning.

²⁷⁰ Koller et al, 2010, s. 250.

²⁷¹ Damodaran, 2019b.

5.1.5 Markedsrisikopremien, MRP

I de kommende avsnitt vil markedsrisikopremien defineres, og heretter estimeres med utgangspunkt i de tre tilnærmingene historisk meravkast, surveybasert metode og Damodarans estimering.

Definisjon og estimering

Markedsrisikopremien refererer til den meravkastningen utover den risikofrie rente en investor krever for å investere i en diversifisert portefølje, tilsvarende markedsporteføljen²⁷². Markedsrisikopremien er definert som forskjellen mellom det forventede markedsavkast og avkastet på et risikofritt aktiv²⁷³:

$$MRP = Er_m - r_f$$

Markedsrisikopremien er som de andre parameterne i WACC vanskelig å estimere, og det er en rekke forskjellige tilnærminger til estimeringen som naturligvis gir forskjellige resultater²⁷⁴. Ivo Welch (2000) mener det hverken er en presis og akseptert definisjon, eller en enighet om hvordan markedsrisikopremien skal beregnes og anvendes²⁷⁵. Vi ønsker derfor å vurdere fastsettelsen av markedsrisikopremien ut fra flere tilnærminger, herunder historisk meravkast, surveybaserte metoder, samt Damodarans estimering av hva den forventede markedsrisikopremien i Norge er.

Historisk meravkast

Den historiske avkastningsmetoden vurderer avkastningen på aksjer i forhold til risikofrie investeringer over en lang tidsperiode, og baserer markedsrisikopremien på forskjellen mellom disse. Dette er i følge Damodaran standardmetoden for å estimere risikopremien²⁷⁶, og markedsrisikopremien baseres på en ex-post tilnærming²⁷⁷. Til tross for at estimeringen baserer seg på historisk data, varierer forskjellene imidlertid stort, med et premium på mellom 3 % til 12 %. De store variasjonene skyldes i hovedsak bruk av forskjellige tidsperioder, forskjellige risikofrie renter og variasjoner i beregningen av gjennomsnittlige avkast²⁷⁸.

Dimson, Marsh & Stauton har estimert historiske risikopremier for 21 land, inkludert Norge, fra 1900-2005 og fra 1900-2010. Det er både estimert geometriske og aritmetiske gjennomsnitt, hvor det aritmetiske

²⁷² PwC.no – Risikopremien i det norske marked, 2018, s. 19.

²⁷³ Forrentningen av nettvirksomhedernes fremadrettede investeringer (WACC), 2016, s. 47.

²⁷⁴ Damodaran, 2010, s. 2.

²⁷⁵ Welch, 2000, s. 502.

²⁷⁶ Damodaran, 2010, s. 2.

²⁷⁷ PwC.no – Risikopremien i det norske marked, 2018, s. 20.

²⁷⁸ Damodaran, 2010, s. 20.

gjennomsnittet normalt benyttes, da dette uttrykker middelverdien av det årlige meravkast, fremfor veksten i det årlige meravkast hvilket det geometriske gjør. I tillegg benyttes det aritmetiske gjennomsnitt til å foreta fremtidige investeringsbeslutninger²⁷⁹. Det historiske aritmetiske gjennomsnittet for Norge i perioden 1900-2005 er 5,7 %, og det geometriske er 3,1 %. I perioden 1900-2010 er det aritmetiske gjennomsnittet 7,2 %, og det geometriske gjennomsnittet 4,2 %²⁸⁰.

Metoden har både fordeler og ulemper. Da metoden tar for seg historisk data over en lang tidsperiode gir metoden god statistisk stabilitet til fastsettelse av markedsrisikopremien. På en annen side kan en med en lang tidsperiode risikere å inkludere informasjon som ikke lenger er relevant for selskapets fremtidige risiko. Videre tar ikke metoden høyde for markedets risikopremie fremadrettet, eller at investorers risikoaversjon kan ha endret seg systematisk over tid. I tillegg er metoden følsom overfor de nevnte antakelsene omkring tidsperioder, risikofrie renter og variasjoner i hvordan de gjennomsnittlige avkast beregnes.

Surveybaserte metoder

En annen metode for å fastsette markedsrisikopremien er med utgangspunkt i surveys. I motsetning til den historiske ex-post tilnærmingen, har denne oppgjørelsen av markedsrisikopremien en ex-ante tilnærming²⁸¹. Damodaran peker på at dette er en logisk metode å estimere risikopremien i markedet, da markedsrisikopremien nettopp reflekterer den meravkastningen investorer i markedet krever. Det gir derfor god mening å spørre investorene i markedet direkte²⁸². I følge PwC tilsvarende også denne metoden den påkrevde risikopremien i CAPM-modellen, og bruk av surveys for å finne risikopremien gir derfor det mest korrekte avkastningskravet til egenkapitalen²⁸³. På den andre side er respondentenes oppfattelse av markedsrisikopremien subjektiv, og kan sørge for variasjoner i svarene.

PwC gjennomfører årlig undersøkelser knyttet til markedsrisikopremien i Norge, og resultatene i 2018 er basert på svar fra 136 medlemmer av den Norske Finansanalytikeres Forening. Medlemmene er erfarne analytikere og økonomer med eksperterfaring innenfor det norske finans- og aksjemarkedet²⁸⁴. Resultatet fra undersøkelsen viser at markedsrisikopremien er 5 % i det norske markedet. Siden 2012 har

²⁷⁹ Forrentningen av nettvirksomhedernes fremadrettede investeringer (WACC), 2016, s. 49.

²⁸⁰ PwC.no – Risikopremien i det norske marked, 2018, s. 20.

²⁸¹ Ibid.

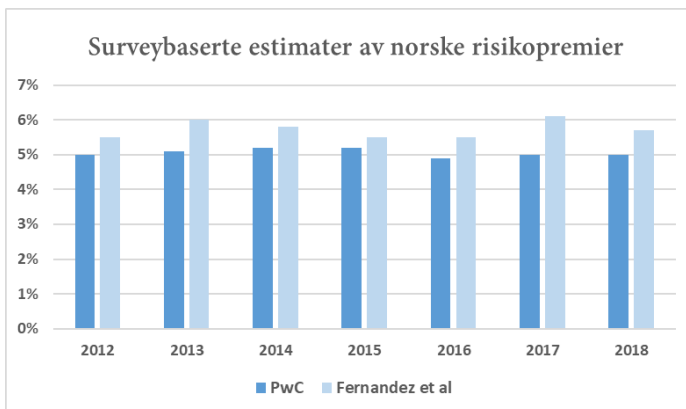
²⁸² Damodaran, 2010, s. 15.

²⁸³ PwC.no – Risikopremien i det norske marked, 2018, s. 19.

²⁸⁴ Ibid, s. 3.

markedsrisikopremien i PwC sine tilsvarende undersøkelser vært stabil, og hatt en uendret median på 5 %²⁸⁵.

En annen undersøkelse av markedsrisikopremien er gjennomført av Fernandez et al (2018). Tallene fra det norske markedet baseres på 52 respondenter. Respondentene av undersøkelsen er analytikere og ledere med finans- og økonomibakgrunn. Resultatene viser en noe høyere risikopremie på 5,7 % i 2018, sammenlignet med PwC sine resultater²⁸⁶. Resultatene fra 2012-2018 fra begge undersøkelsene er illustrert i figur 23:



Figur 23: Surveybaserte estimater av norske risikopremier. Kilde: PwC & Fernandez et al.

Undersøkelsen gjennomført av PwC presiserer at 68 % av de 136 respondentene benytter en normalisert risikofri rente på 3 % eller lavere. I tillegg svarer halvparten av respondentene at en økning i den risikofrie renten øker markedsrisikopremien, hvor resterende halvdel svarer at økning i den risikofrie renten vil redusere markedsrisikopremien. Undersøkelsen gjennomført av Fernandez et al oppgir en gjennomsnittlig risikofri rente på 2,4 % for de 52 respondentene. Det at det ikke er konsensus om hva den risikofrie renten er, og at respondentene ikke benytter den samme risikofrie rente, kan være noe av forklaringen til hvorfor respondentenes bud på markedsrisikopremien varierer i undersøkelsene.

Damodarans estimering av markedsrisikopremien

Damodarans oversikt over gjeldende risikopremier på egenkapital i Norge fra Januar 2019 indikerer en risikopremie på egenkapitalen på 5,96 %. Forutsetningene for beregningen er en kredittrating på AAA, en spread på 0 % og en skattesats på 23 %²⁸⁷. Petersen & Plenborgs (2017) estimering er til sist medtatt for å gi

²⁸⁵ PwC.no – Risikopremien i det norske marked, 2018, s. 8.

²⁸⁶ Fernandez et al, 2018.

²⁸⁷ Damodaran, 2019.

en fornemmelse av i hvilket nivå premien bør ligge på. Disse presenterer at den gjennomsnittlige markedsrisikopremien i Europeiske land ligger på 5,3 %, og estimatet er basert på hvilken markedsrisikopremie professorer benytter²⁸⁸.

Samlet estimering av markedsrisikopremien

I tabell 12 er de ulike metodene for beregning av markedsrisikopremien oppsummert:

Kilde	MRP
Dimson, Marsh & Stauton (geometrisk)	4,20%
Dimson, Marsh & Stauton (aritmetisk)	7,20%
PwC	5,00%
Fernandez et al	5,70%
Damodaran	5,96%

Tabell 12: Oversikt over markedsrisikopremier. Kilde: Egen tilvirkning

Bruk av de ulike metodene gir som illustrert i tabellen forskjellige svar, og Damodaran gir ikke et entydig svar på hvilken av metodene som gir den beste estimeringen av markedsrisikopremien²⁸⁹. PwC argumenterer imidlertid for at en ex-ante tilnærming til estimering av markedsrisikopremien er den mest rettviseende metoden når CAPM-modellen benyttes²⁹⁰. Sammen med den tidligere diskusjonen mellom de ulike metodene, argumenteres det for å benytte en markedsrisikopremie på **5,0 %**, som tilsvarer resultatet fra PwC sin undersøkelse på det norske markedet i 2018. Grunnen til at denne undersøkelsen benyttes fremfor Fernandez sin, henger sammen med at hovedandelen av respondentene bruker en normalisert risikofrie rente på 3 %, hvilket tilsvarer den normaliserte renten vi benytter i analysen. Vi vil imidlertid senere i oppgaven vurdere hvor stor innflytelse valg av metode, og dermed en annen markedsrisikopremie, har for verdien av SalMar.

Samlet estimering av egenkapitalens avkastkrav, r_e

Basert på ovenstående analyse av komponentene i CAPM-modellen kan egenkapitalens avkastkrav estimeres til følgende:

$$r_e = 2,33\% + 0,6092 * 5\% = 5,37 \%$$

²⁸⁸ Petersen & Plenborg, 2017, s. 263.

²⁸⁹ Damodaran, 2010, s. 83.

²⁹⁰ PwC.no – Risikopremien i det norske marked, 2018, s. 19.

5.1.6 Gjeldsomkostningen, r_d

I nedenstående avsnitt vil gjeldsomkostningen defineres og heretter estimeres ved hjelp av to ulike kredittrating-metoder. Den ene metoden baserer seg på SalMars historiske låneomkostninger, og den andre metoden på syntetisk rating.

Definisjon og estimering

Gjeldsomkostningen tilsvarer renten kreditorene krever for å utlåne penger til selskaper, og estimeres ved å anvende følgende formel²⁹¹:

$$r_d = (r_f + r_s) * (1 - t)$$

Hvor:

r_d = gjeldsomkostningen

r_f = den risikofrie rente

r_s = credit spread (risikopremien på gjelden)

t = skattesats

I de følgende avsnitt, vil vi fokusere på hvordan man best kan estimere risikoen for at SalMar går konkurs. Denne konkursrisikoen vil så bli konvertert til en risikopremie på gjelden, som vil kunne brukes til å beregne gjeldsomkostningen.

Den enkleste metoden for å estimere gjeldsomkostningen oppstår når et selskap utsteder likvide og omsettelige langsiktige obligasjoner. Markedsprisen på obligasjonen kan, sammen med kupongen og varigheten, brukes til å beregne gjeldsomkostningen²⁹². 27 % av respondentene svarte at de benytter denne metoden for å estimere gjeldsomkostningen. Tiden på lånets utløp varierer imidlertid stort blant analytikerne og 40 % velger enten å bruke en 5-årig eller 10-årig obligasjon²⁹³. Hvorvidt obligasjonens utløpstid er 5 eller 10 år vil ha stor betydning for WACC og virksomhetens verdi, og det er derfor kritikkverdig at det ikke er større konsensus. I dette tilfellet vil imidlertid ikke denne metoden benyttes da SalMar ikke utsteder slike langsiktige obligasjoner.

En alternativ metode for å estimere gjeldsomkostningen er ved å benytte kredittrating, og den assosierte risikopremien på gjelden. Noen selskaper velger dog ikke å bli kredittrattet, og SalMar er blant ett av disse

²⁹¹ Petersen & Plenborg, 2017, s. 265.

²⁹² Damodaran, 2012, s. 211.

²⁹³ Bancel & Mittoo, 2014, s. 110.

selskapene. Siden SalMar ikke har kredittrating tilgjengelig for å beregne gjeldsomkostningen, velger vi å estimere en kredittrating på to ulike måter. Den første metoden kalkulerer hva SalMar historisk har betalt i renter på sin gjeld, og den andre metoden estimerer risikopremien på gjelden gjennom syntetisk kredittrating²⁹⁴. Denne metoden benyttes av 67 % av respondentene²⁹⁵. Begge metodene lider imidlertid av flere svakheter, blant annet at de bygger på historiske tall og derfor er bakutrettet.

SalMars historiske låneomkostninger

Det fremgår av likviditetsanalysen at SalMar i 2014 refinansierte en eksisterende finanseringsavtale med ytterligere 5 år. Låneavtalen har en kredittfasilitet på 1.000 millioner, investerings- og oppkjøpsfasilitet på 2.000 millioner og en revolverende trekkfasilitet på 15.000 millioner²⁹⁶. Låneavtalen er inngått med de tre bankene DNB, Nordea og Danske Bank, og ble i 2018 forlenget med tre år, med en opsjon på forlengelse i ytterligere to år til²⁹⁷. Låneporteføljen har i dag en flytende rente, som betyr at selskapet er påvirket av endringer i rentenivået. SalMar har dog ingen betydelige rentebærende eiendeler, som innebærer at kontantstrømmen og resultatet fra den operasjonelle driften i hovedsak er uavhengig av endringer i markedsrenten. Videre er all rentebærende gjeld i norske kroner, som sikrer selskapet mot risiko forbundet med lånevaluta²⁹⁸.

Som beskrevet under «kapitalstruktur», overvåker selskapet sin kapitalforvaltning med utgangspunkt i en rekke covenantskrav som stilles. De viktigste langsiktige lånevilkårene er henholdsvis et krav om at den bokførte egenkapitalandelen skal være over 35 %, og et resultatkrav som innebærer at selskapets gjennomsnittlige rentebærende gjeld i forhold til EBITDA ikke skal overstige 4,5²⁹⁹. Det fremgår av tabell 13 at selskapet i samtlige år holder seg godt innenfor begge lånekravene vedrørende en egenkapitalandel på over 35 % og en NIBD/EBITDA under 4,5.

Covenants	2014	2015	2016	2017
EK andel	51%	48%	50%	59%
NIBD/EBITDA	1,02	1,48	0,77	0,32

Tabell 13: Covenants. Kilde: Egen tilvirkning (SalMars årsrapporter 2014-2017).

²⁹⁴ Damodaran, 2012, s. 211.

²⁹⁵ Bancel & Mittoo, 2014, s. 110.

²⁹⁶ SalMar Årsrapport, 2017, s. 87.

²⁹⁷ SalMar Kvartalsrapport 2017, s. 8.

²⁹⁸ SalMar årsrapport, 2017, s. 72.

²⁹⁹ Ibid, s. 87.

I tabellen nedenfor er nettolånerenten de siste fire årene beregnet på bakgrunn av den følgende formel og den reformulerte resultatoppgjørelse og balanse:

$$r_d = \frac{\text{Netto finansielle omkostninger}}{NIBD}$$

Låneomkostninger - SalMar	2014	2015	2016	2017	Gns
Netto finansielle omkostninger	113.994	100.362	30.365	144.952	97.418
Netto rentebærende gjeld	2.036.394	2.464.279	2.495.988	1.793.154	2.197.454
Lånerente	5,60%	4,07%	1,22%	8,08%	4,74%

Tabell 14: Låneomkostninger. Kilde: Egen tilvirkning (SalMars årsrapporter 2014-2017).

Tabell 14 illustrerer at SalMars historiske låneomkostninger før skatt varierer fra 1,22 % - 8,08 % med en gjennomsnittsomkostning på 4,74 %. Denne analysen indikerer derfor at gjeldsomkostningen før skatt settes til **4,74 %**.

Estimering av risikopremien på gjelden gjennom syntetisk kredittrating

En alternativ metode for å estimere gjeldsomkostningen er en såkalt syntetisk kredittrating av SalMar, som baserer seg på finansielle ratioer. På bakgrunn av kredittratingen beregnes en kredittscore med en tilhørende risikopremie på gjelden³⁰⁰. Tabell 15 er basert på finansielle nøkkeltall fra den finansielle analysen, som betyr at også denne metoden baserer seg på historiske tall. Tabellen illustrerer en gjennomsnittlig kredittrating på AA, som innebærer at SalMar har gode forutsetninger for å møte sine finansielle forpliktelser³⁰¹. Damodaran (2019) estimerer at selskaper med AA-rating har en tilhørende risikopremie på gjelden på 1 %³⁰².

Syntetisk kredittrating	2014	2015	2016	2017	Gns
EBIT interest coverage	15,90	14,62	25,57	31,52	21,90
	AA	AA	AAA	AAA	AA+
EBITDA interest coverage	18,14	17,87	28,93	35,43	25,10
	AAA	AA	AAA	AA	AA+
Total gjeld/ Egenkapital	49%	52%	50%	41%	48%
	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
ROIC	-9,8%	15,7%	31,6%	26,9%	16,1%
	CCC	BB	BBB	BBB	BB
Driftsinntekt/Omsetning	27,1%	19,6%	29,2%	30,6%	26,6%
	AAA	AA	AAA	AAA	AA
Gjennomsnittlig rating					AA

Tabell 15: Syntetisk kredittrating. Kilde: Egen tilvirkning (reformulert balanse og resultat).

³⁰⁰ Damodaran, 2012, s. 212.

³⁰¹ Petersen & Plenborg, 2017, s. 277.

³⁰² Damodaran, 2019a.

Skattesats

Selskapets frie cash flow beregnes etter skatt, som innebærer at gjeldsomkostning også skal beregnes på etter skatt basis. Spørsmålet om hvilken skattesats som skal brukes kan være vanskelig å svare på fordi det finnes flere valgalternativer. Virksomheter rapporterer ofte en effektiv skattesats som estimeres ved å dele skyldig skatt på skattepliktig inntekt. Disse effektive skattesatsene kan dog variere meget fra år til år, og er ofte veldig forskjellig fra den marginale skattesatsen, som er den rate hvor den siste eller neste kronen av inntekten beskattes. Med tanke på at renteomkostninger trekkes fra den siste eller den neste kronen av inntekten, argumenterer Damodaran (2012) for at det er mest riktig å bruke den marginale skattesatsen i Norge. Derfor anvendes skattesatsen for 2017 på 24 %³⁰³.

Samlet estimering av gjeldsomkostningen

Som nevnt innledningsvis, baserer begge metodene seg på historiske tall og er derfor bakutrettet. I den første metoden ble gjeldsomkostningen før skatt estimert til 4,74 % på bakgrunn av SalMars gjennomsnittlige lånerente fra 2014-2017. Dette indikerer en gjeldsomkostning etter skatt på 3,6 %. Den andre metoden kalkulerer en risikopremie på gjelden på 1 % basert på en syntetisk kredittrating av selskapet.

Det argumenteres for at en syntetisk kredittrating gir et bedre bud på gjeldsomkostning til SalMar. Dette skyldes at metoden gir et godt overblikk over selskapets historiske inntjening og faktiske evne til å tilbakebetale sine låneomkostninger. En gjeldsomkostning basert på SalMars historiske låneomkostninger forteller ikke i like stor grad hvorvidt selskapet har tilstrekkelig inntjening til å møte sine forpliktelser. For banker og private investorer vil en slik vurdering være avgjørende for hvilken rente de er villig til å tilby selskapet.

På bakgrunn av ovenstående diskusjon, estimeres gjeldsomkostningen etter skatt som følgende:

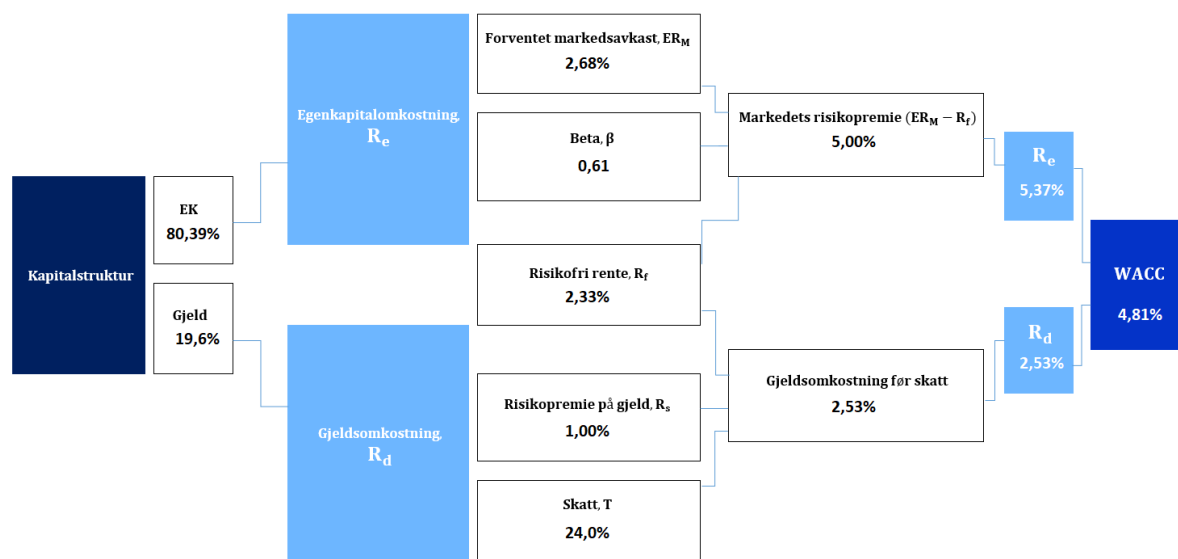
$$r_d = (r_f + r_s) * (1 - t) = (2,33 \% + 1\%) * (1 - 24 \%) = 2,53 \%$$

5.1.7 Estimering av teoretisk WACC

Basert på ovenstående analyse, estimeres WACC som vist nedenfor:

$$WACC = 80,4 \% * 5,37 \% + 19,6 \% * 2,53 \% = 4,81 \%$$

³⁰³ Regjeringen.no – Skattesatser 2017, 2017.



Figur 24: Oppsummering WACC-tre. Kilde: Egen tilvirkning

5.1.8 Delkonklusjon estimering av teoretisk WACC

Undersøkelsesspørsmål tre tar for seg hvilken betydning det har for estimeringen av WACC at det teoretiske rammeverket lider av tvetydighet som skaper rom for egne antakelser. Ovenstående analyse av WACC viser at det finnes mange forskjellige måter å estimere de ulike komponentene på. Derfor ble komponentene i WACC estimert på bakgrunn av det teoretiske rammeverket, samt egne antakelser og argumentasjoner. Det fremgår tydelig fra estimeringen at den samlede verdien av WACC på 4,81 % kunne blitt meget annerledes avhengig av hvem som argumenterer og tar beslutninger. Metoden skaper derfor rom for mye subjektivitet, noe som medfører store spenn i komponentene og den samlede WACC. Hvilke konsekvenser dette har for virksomhetens verdi vil ytterligere bli analysert i følsomhetsanalysen.

5.2 Verdiansettelse basert på teoretisk WACC

For å estimere SalMars verdi, har vi valgt å anvende Discounted Cash Flow Model (DCF). DCF er en såkalt absolutt verdiansettelsesmodell, og har som mål å kalkulere virksomhetens fundamentale verdi basert på tilbakediskontering av fremtidige cash flows. Den ovenstående estimeringen av WACC på 4,81 % anvendes som diskonteringsrente³⁰⁴. Vi vil videre i oppgaven ta utgangspunkt i at det budsjetterte fremtidige cash flowet i bilag 5.1 holdes konstant gjennom hele analysen. Dette for å fremheve den isolerte effekten av WACC, alt annet lige.

³⁰⁴ Petersen & Plenborg, 2017, s. 212.

5.2.1 Discounted Cash Flow Model (DCF)

Discounted Cash Flow modellen (DCF) er utvilsomt den mest populære blant nåtidsverdimodellene³⁰⁵. Det fremgår i undersøkelsen fra Bancel & Mittoo at omtrent 80 % av respondentene foretrekker DCF-modellen når de skal verdiansette et selskap. Modellen er bygget på et simpelt prinsipp som sier at verdien av et finansielt aktiv er lik med nåtidsverdien av alle cash flows som tilfaller aktivet.

Metoden krever kun to inputs: (1) estimering av virksomhetens fremtidige cash flows og (2) en diskonteringsrente som matcher cash flowets tilhørende risiko. 87 % av respondentene anvender WACC som diskonteringsrente til tross for at det finnes betydelig uenighet blant eksperter om hvordan WACC skal estimeres³⁰⁶. Den tidligere kalkulte WACC vil videre i analysen benyttes som utgangspunkt for verdiansettelsen ved bruk av DCF-modellen, samt muliggjøre gjennomførselen av følsomhetsanalysen knyttet til de ulike metodene.

Ifølge DCF-modellen er det kun virksomhetens fremtidige cash flows og WACC som påvirker markedsverdien. Modellen defineres derfor som følgende³⁰⁷:

$$Enterprise\ Value_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{(WACC - g)^t} * \frac{1}{(1 + WACC)^n}$$

De fremtidige cash flows holdes som tidligere beskrevet konstant gjennom hele analysen, og er estimert på bakgrunn av funnene i den fundamentale analysen. For å estimere de frie cash flows til firmaet (FCFF) anvendes følgende formel³⁰⁸:

$$FCFF_n = NOPAT + Avskrivninger - \Delta NWC - CAPEX, \text{ hvor}$$

$$CAPEX = Anleggskapital_{ultimo} - Anleggskapital_{primo} + Avskrivninger$$

Beregningen av ovenstående er illustrert i tabell 16, og budsjetteringen sees av bilag 5.1.

³⁰⁵ Petersen & Plenborg, 2017, s. 216.

³⁰⁶ Bancel & Mittoo, 2014, s. 107.

³⁰⁷ Petersen & Plenborg, 2017, s. 216.

³⁰⁸ Ibid, s. 212.

FCFF	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023T
NOPAT	3.148.151	2.737.256	2.855.519	3.276.256	3.002.577	2.886.616
Avskrivninger	374.879	428.249	489.218	558.867	638.431	729.323
Endring i NWC	-163.391,59	-153.287,92	-143.809,02	-134.916,28	-126.573,44	-118.746,49
CAPEX	-1.264.387	-1.444.394	-1.650.029	-1.884.939	-2.153.292	-2.459.850
FCFF	2.095.251	1.567.823	1.550.899	1.815.268	1.361.143	1.037.341

CAPEX	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023T
Anleggskapital, primo	6.247.982	7.137.490	8.153.635	9.314.445	10.640.517	12.155.378
Avskrivninger	374.879	428.249	489.218	558.867	638.431	729.323
Anleggskapital, ultimo	7.137.490	8.153.635	9.314.445	10.640.517	12.155.378	13.885.906
Capex	1.264.387	1.444.394	1.650.029	1.884.939	2.153.292	2.459.850

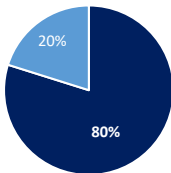
Tabell 16: FCFF og CAPEX. Kilde: Egen tilvirkning (budsjettert balanse og resultat).

Det er mange usikkerheter knyttet til fremtiden, hvilket gjør den vanskelig å spå. Det argumenteres derfor for at usikkerhetene forbundet med fremtidige utsikter i bransjen kan reduseres noe ved å sette en kortere budsjettperiode. En budsjettperiode på 10 år anses som for lang, særlig med tanke på at funnene i fundamentalanalysen ikke gir grunnlag for å spå hendelser så langt frem i tid. På bakgrunn av dette argumenteres det for at en budsjettperiode på 5 år bidrar til en mer rettvise analyse.

Det første steget i DCF-modellen er å tilbakediskontere FCFF i budsjettperioden med den tilhørende kalkulerende WACC på 4,81 % for å finne verdien av virksomheten (EV) i budsjettperioden. Andre steg innebærer å beregne EV i terminalperioden. Verdien i terminalperioden beregnes ved å anvende den tilhørende WACC på 4,81 % og en vekstrate på 2 %. En vekstrate på 2 % tilsvarer Norges Banks inflasjonsmål, jf. økonomiske faktorer. Det er fordelaktig at vekstraten matcher inflasjonsmålet da DCF-modellen legger til grunn at den langsiktige veksten i SalMar ikke kan overstige den langsiktige veksten i økonomien som helhet³⁰⁹. Dette samsvarer med svar fra PwC sin årlige rapport, hvor 75 % mener at 2 % bør benyttes som en langsiktig inflasjonsforventning³¹⁰. Videre fratrekkes netto rentebærende gjeld per 29.12.2017 fra den samlede EV for å beregne markedsverdien av egenkapitalen. Deretter divideres markedsverdien av egenkapitalen med antall utestående aksjer per 29.12.2017. Dette gir en aksjekurs per 29.12.2017 på **NOK 311,4**. Disse beregningene er illustrert i tabell 17.

³⁰⁹ Damodaran, 2012, s. 383.

³¹⁰ PwC.no– Risikopremien i det norske markedet, 2018, s. 12.

DCF-modellen	Budsjetperiode					T
	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
WACC	4,81%	4,81%	4,81%	4,81%	4,81%	4,81%
Diskonteringsfaktor WACC	0,95	0,91	0,87	0,83	0,79	0,75
FCFF	2.095.251	1.567.823	1.550.899	1.815.268	1.361.143	1.037.341
Nåtidsværdien av FCFF	1.999.034	1.427.136	1.346.903	1.504.103	1.076.030	
Sum av PV	7.353.206	EV  ■ PV av terminalperioden ■ PV av budsjetperioden				
Vekst i terminalperioden	2%					
PV av terminalverdi	29.150.657					
Enterprise Value (29.12.2017)	36.503.863					
Netto rentebærende gjeld (NOK 1000)	1.222.141					
Estimert markedsverdi av EK	35.281.722					
Antall aksjer (NOK 1000)	113.300					
Aksjekurs (29.12.2017)	311,4					

Tabell 17: DCF-modellen teoretisk verdiansettelse. Kilde: Egen tilvirkning

5.3 Følsomhetsanalyse av WACC

Ovenstående analyse har til hensikt å estimere WACC ved å anvende en teoretisk tilnærming, som i de fleste tilfeller blir brukt i tradisjonelle verdiansettelser. Dette gjøres for å illustrere at estimeringen av WACC ikke gir entydig veiledning til hvordan estimeringen gjennomføres, hvilket sørger for subjektivitet, ulike antakelser og variasjoner i hvordan WACC estimeres. Hensikten med denne følsomhetsanalysen, er å illustrere hvor følsomme komponentene i WACC er overfor estimeringsendringer, og hvilken effekt dette har for SalMars verdi. Komponentene i WACC vil i nedenstående analyse bli analysert hver for seg, og effekten på selskapets verdi som følge av endringene, vil illustreres alt annet lige.

5.3.1 Kapitalstruktur: markedsverdier vs. bokførte verdier vs. gns. av siste 5 år

Analysen av kapitalstrukturen introduserer og diskuterer ulike måter å estimere kapitalstrukturen til SalMar på. Analysen tar utgangspunkt i ledelsens tilnærming, nåværende kapitalstruktur og kapitalstrukturen til sammenlignbare selskaper. Videre diskuteres markedsverdier fremfor bokførte verdier, hvorav vi argumenterer for at markedsverdier gir et mer rettviseende bilde enn bokførte verdier i estimeringen av kapitalstrukturen. Damodaran (2012) og Petersen & Plenborg (2017) mener også at markedsverdier er et bedre bud på estimeringen av kapitalstrukturen. Nedenstående følsomhetsanalyse ønsker å illustrere hva virksomhetens verdi ville vært dersom vi hadde argumentert for at bokførte verdier er et bedre bud på kapitalstrukturen i budsjetperioden og terminalperioden. Videre undersøkes endringene i aksjekursen dersom vi argumenterer for at et gjennomsnitt av markedsverdier fra de siste 5 år gir et bedre bud på kapitalstrukturen, da det godt matcher det fremtidige cash flowet.

Følsomhetsanalyse Kapitalstruktur	Gjeldsandel	WACC	Verdi	Endring
Markedsverdier	19,61%	4,81%	311	
Bokførte verdier	53,45%	3,79%	481	55%
Gjennomsnitt av de siste 5 år	9,61%	4,90%	303	-3%

Tabell 18: Følsomhetsanalyse for kapitalstruktur. Kilde: Egen tilvirkning

Tabell 18 viser at aksjekursen til SalMar ligger i intervallet 303-481 ved bruk av de tre metodene. Aksjekursen ville steget med 55 % dersom vi hadde argumentert for at bokførte verdier er et bedre bud på selskapets kapitalstruktur i budsjett- og terminalperioden. Motsatt, ville aksjekursen falt med 3 % dersom vi heller hadde tatt et gjennomsnitt av kapitalstrukturen for de siste 5 årene. Endringen i WACC og virksomhetens verdi er derfor klart størst dersom bokførte verdier fremfor markedsverdier benyttes.

5.3.2 Den risikofrie rente: 10-årig vs. 5-årig vs. 3-årig statsobligasjon

Analysen av den risikofrie renten, peker på at en statsobligasjon er det beste budet på en risikofri rente. Videre argumenteres det for at flertallet anvender en 10-årig statsobligasjon som proxy for den risikofrie rente. Dette skyldes blant annet at den er meget likvid og har samme tidshorisont som langsiktige investeringer. Videre estimeres den risikofrie rente på ved bruk av en norsk 10-årig statsobligasjon og en normalisert risikofri rente på 3 %. Et gjennomsnitt av disse anvendes på bakgrunn av at flere og flere analytikere velger å anvende den normaliserte renten, samtidig som at trenden faller for anvendelse av en 10-årig statsobligasjon. I denne analysen, ønsker vi å illustrere hvilken effekt det har på selskapets verdi, dersom vi heller hadde argumentert for å anvende en 5-årig eller 3-årig norsk statsobligasjon.

Følsomhetsanalyse, r_f	r_f	WACC	Verdi	Endring
10-årig statsobligasjon	2,33%	4,81%	311	
5-årig statsobligasjon	2,06%	4,55%	342	10%
3-årig statsobligasjon	1,90%	4,40%	363	17%

Tabell 19: Følsomhetsanalyse for den risikofrie renten. Kilde: Egen tilvirkning.

Tabellen overfor, viser at aksjekursen til SalMar ligger i intervallet NOK 311-363 dersom vi anvender en 5-årig eller en 3-årig norsk statsobligasjon. Dette intervallet har et spenn på opptil 17%, som skyldes bruken av en 3-årig statsobligasjon, relativt til en 10-årig.

5.3.3 Beta: regresjon vs. peers vs. industri

Det fremgår fra betaestimeringen, at beta kan estimeres på tre ulike måter; (1) Første metode baserer seg på en regresjonsanalyse; (2) andre metode estimerer en beta basert på peer-gruppen; (3) mens siste metode anvender et industrigjennomsnitt som betaestimat. Valget av endelig betaestimat, bygger på egne antakelser og argumentasjonsgrunnlag som tilsier at beta basert på en regresjonsanalyse er det beste bud

på selskapets systematiske risiko. Vi ønsker herunder å illustrere hvilken effekt det ville hatt på verdien av selskapet, dersom vi hadde argumentert for at betaestimatet til peer-gruppen eller betaestimat til industrien er et bedre bud på selskapets systematiske risiko.

Følsomhetsanalyse Beta	Beta	WACC	Verdi	Endring
Beta fra regresjonsanalysen	0,6092	4,81%	311	
Beta fra peers	0,7294	5,30%	268	-14%
Beta fra industrien	0,6637	5,03%	290	-7%

Tabell 20: Følsomhetsanalyse for beta. Kilde: Egen tilvirkning

Ovenstående tabell illustrerer at selskapets verdi, alt annet lige, endres som følge av ulike betaestimer. Aksjekursen ligger i intervallet NOK 268-311, hvilket indikerer en endring på opptil 14% i aksjekursen. Bruk av beta for peer-gruppen sørger for den største endringen i aksjekursen.

5.3.4 Markedets risikopremie: historisk meravkast vs. surveys vs. Damodaran

Det fremgår fra analysen av markedsrisikopremien, at det hverken er en presis og akseptert definisjon, eller en enighet om hvordan markedsrisikopremien skal beregnes og anvendes. Estimeringen belyser flere tilnærminger, herunder historisk meravkast, surveybaserte metoder og Damodarans estimering av hva den forventede markedsrisikopremien i Norge er. Avslutningsvis i analysen, argumenterer vi for å anvende en markedsrisikopremie på 5 %. Argumentasjonen bygger på at en ex-ante tilnærming til estimeringen er den mest rettviseende metoden når CAPM-modellen benyttes. Vi ønsker herunder å illustrere hvilken effekt det ville hatt på verdien av selskapet, dersom vi hadde argumentert for en markedsrisikopremie basert på historiske meravkast, Damodaran eller Fernandez et al.

Følsomhetsanalyse Markedsrisikopremie	MRP	WACC	Verdi	Endring
PwC	5,00%	4,81%	311	
Fernandez et al	5,70%	5,16%	279	-11%
Damodaran	5,96%	5,29%	268	-14%
Dimson, Marsh & Stauton (geometrisk)	4,20%	4,41%	361	16%
Dimson, Marsh & Stauton (aritmetisk)	7,20%	5,91%	228	-27%

Tabell 21: Følsomhetsanalyse markedsrisikopremien. Kilde: Egen tilvirkning

Tabellen overfor illustrerer en aksjekurs i intervallet NOK 228-361 dersom vi hadde estimert markedsrisikopremien på bakgrunn av de ulike metodene vist i tabellen. Eksempelvis ville verdien av selskapet vært 27 % lavere dersom vi hadde argumentert for at historisk meravkast basert på et aritmetisk gjennomsnitt var et bedre bud. Til kontrast, ville verdien vært 16 % høyere dersom vi hadde valgt historisk meravkast basert på et geometrisk gjennomsnitt.

5.3.5 Gjeldsomkostning: syntetisk kredittrating vs. historiske låneaktiviteter

Analysen av gjeldsomkostningen, presenterer to ulike måter å estimere gjeldsomkostningen på. Den første metoden bygger på et gjennomsnitt av selskapets historiske låneaktiviteter. Den andre metoden baserer seg på å finne en risikopremie på gjelden. Denne finnes ved å bruke en kredittrating av viktige finansielle nøkkeltall. Begge metoder baserer seg på historisk data, og er derfor bakutrettet. I oppsummeringen, argumenterer vi for å benytte en gjeldsomkostning basert på kredittratingen. Bakgrunnen for denne argumentasjonen, er at metoden gir et godt overblikk over selskapets historiske inntjening og faktiske evne til å tilbakebetale sine låneomkostninger. Vi ønsker herunder å illustrere hvilken effekt det ville hatt på verdien av selskapet, dersom vi hadde argumentert for at en gjeldsomkostning basert på SalMars historiske låneaktiviteter, er et bedre bud.

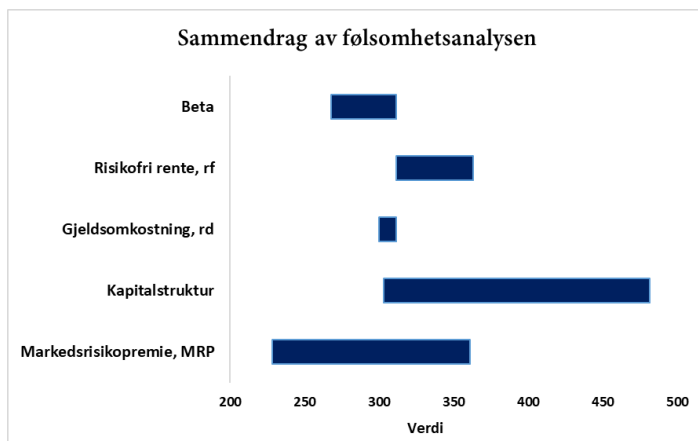
Følsomhetsanalyse, <i>rd</i>	<i>rd</i>	WACC	Verdi	Endring
Kreditt rating	2,53%	4,81%	311	
Historiske låneaktiviteter	4,47%	4,93%	300	-4%

Tabell 22: Følsomhetsanalyse for gjeldsomkostningen. Kilde: Egen tilvirkning

Tabellen overfor illustrerer at aksjekursen, alt annet like, ville falt med NOK 11, dersom vi hadde argumentert for at en gjeldsomkostning basert på SalMars historiske låneaktiviteter er et bedre bud. Dette tilsvarer et fall i aksjekursen på 4 %.

5.3.6 Delkonklusjon av følsomhetsanalyse

Det fjerde undersøkelsesspørsmålet ønsker å illustrere i hvilken grad virksomhetens verdi påvirkes av svakheter forbundet med det teoretiske rammeverket. Følsomhetsanalysen av komponentene i WACC, illustrerer at variasjoner i estimeringsmetoder har stor effekt på selskapets verdi. Dette understreker at estimeringen av WACC i stor grad bygger på egne antakelser og subjektiv argumentasjon. Rammeverket lider av tvetydighet, noe som medfører store variasjoner i WACC. Dette har en betydelig innvirkning på SalMars verdi. Figur 25 viser at aksjekursen varierer i intervallet NOK 228-481, hvilket tilsvarer et spenn i aksjekursen på 111,1 %. Dette er alvorlige estimeringsfeil, og kan være avgjørende for en investors beslutning om kjøp, hold eller salg av aksjer i selskapet.



Figur 25: Sammendrag av følsomhetsanalysen. Kilde: Egen tilvirkning.

Ovenstående figur oppsummerer scenarioene som ble analysert i følsomhetsanalysen, og beregningene sees av bilag 6.0. Resultatet viser at de største verdivariasjonene stammer fra endringer i kapitalstrukturen og markedsrisikopremien. Bruken av bokførte verdier til å estimere kapitalstrukturen sørger for den største differansen i selskapets verdi, relativt til bruken av markedsverdier. I undersøkelsen gjennomført av Bancel & Mittoo svarer 34 % at de benytter bokførte verdier til å fastlegge kapitalstrukturen. Når vi sammenligner resultatene fra denne undersøkelsen, sammen med det store spennet i SalMars verdi, blir problematikken rundt at det ikke finnes en felles enighet eller et entydig rammeverk for estimeringen, tydeliggjort.

Når det kommer til markedsrisikopremien er det bruken av aritmetiske gjennomsnitt, relativt til surveybaserte estimer, som gir den største endringen i virksomhetens verdi. Damodaran peker på at standardmetoden for å beregne markedsrisikopremien er ved bruk av aritmetiske gjennomsnitt, og sammenligner vi denne holdningen med spennet i verdien, ser vi igjen en svakhet ved at det ikke er et entydig rammeverk. Metoder for beregning av beta, risikofri rente og gjeldsomkostningen gir også variasjoner i verdien. Bruken av beta for peer-gruppen sørger for den største variasjonen i verdien, relativt til bruken av beta fra regresjon. Hele 86 % av respondentene anvender en beta basert på sammenlignbare selskaper, og det er stor inkonsistens knyttet til måleperiode når historiske data oppgjøres. Til sist vil anvendelsen av en 3-årig statsobligasjon, relativt til en 10-årig statsobligasjon, gi det største utslaget i estimeringen av den risikofrie rente. Ifølge tidligere undersøkelser fra både PwC og Bancel & Mittoo er det også store variasjoner i hvilken type obligasjon som legges til grunn.

Med utgangspunkt i ovenstående bekreftes antakelsen om at den estimerte WACC på 4,81 % kunne blitt meget annerledes, alt etter hvem som gjennomfører estimeringen, og hvilke antakelser som legges til grunn. Følsomhetsanalysen har med andre ord illustrert at den teoretiske tilnærmingen til estimeringen av WACC skaper store rom for subjektivitet, noe som medfører kritiske spenn i WACC, og i virksomhetens underliggende verdi.

6.0 Verdiansettelse del 2 – en strategisk tilnærming

Del 2 av verdiansettelsen har til hensikt å undersøke hvordan de strategiske faktorene identifisert i fundamentalanalysen påvirker estimeringen av WACC og komponentene som inngår. I etterkant av estimeringen av WACC ønsker vi ytterligere å vurdere hvorvidt en strategisk tilnærming til estimeringen av WACC bidrar til å gi et bedre bud på SalMars verdi. Petersen & Plenborg (2017) anbefaler på det sterkeste å inkludere kvalitative faktorer for å estimere de ulike komponentene av WACC, og hermed unngå å blot stole på kvantitative metoder. Formålet med oppgaven er derfor ikke å finne virksomhetens fundamentale verdi for å komme med en hold-, salgs- eller kjøpsanbefaling, slik som i tradisjonelle verdiansettelser. Nedenstående analyse følger samme struktur som den teoretiske tilnærmingen, hvor kapitalstrukturen først estimeres, etterfølgende av en estimering av avkastkravet til egenkapitalen og gjelden. DCF-modellen benyttes heretter til å estimere SalMars verdi, og til sist vil fordeler og ulemper med den teoretiske og strategiske tilnærmingen vurderes.

6.1 Estimering av den gjennomsnittlige kapitalomkostningen: WACC

Den teoretiske tilnærmingen til estimeringen av WACC (del 1) illustrerer at estimeringen av WACC krever en rekke antakelser og forutsetninger. Rammeverket lider av flere svakheter, og gir ikke entydig veiledning til hvordan estimeringen skal gjennomføres, hvilket medfører at brukerne av rammeverkene tvinges til å ta egne antakelser, hvilket sørger for alvorlige estimeringsfeil og variasjoner i hvordan WACC estimeres. Dette har igjen betydelig innvirkning på virksomhetens verdi, hvilket er illustrert i følsomhetsanalysen.

På bakgrunn av dette, ønsker vi i de følgende avsnitt å estimere WACC på bakgrunn av strategiske faktorer. Dette gjennomføres ved å undersøke hvordan interne, eksterne og bransjespesifikke faktorer identifisert i fundamentalanalysen påvirker elementene i WACC, og hvilken betydning det har for SalMars underliggende verdi. Dette er interessant å undersøke da vi mener at ovenstående analyser viser at estimeringen av WACC i tradisjonelle verdiansettelser lider av tvetydighet, samt at metoden ikke godt nok belyser påvirkningen fra sentrale strategiske faktorer.

Laksepris, tilbud og etterspørsel

Det fremgår av fundamentalanalysen at lakseprisen overordnet er den viktigste identifiserte verdidriveren i oppdrettsnæringen, og lakseprisens utvikling har store konsekvenser for lakseoppdrettselskapenes inntjening. Endringer i lakseprisen påvirker derfor også risikobildet til selskapene i meget stor grad, hvilket vi vil undersøke nærmere i denne analysen.

Lakseprisen bestemmes som tidligere beskrevet av tilbud og etterspørsel. Den høye etterspørselen etter laks har de siste årene sørget for en kraftig vekst i eksportverdien, og sammen med en historisk svak kronekurs har lakseeksporten nådd rekordhøye nivåer. Fremadrettet forventes det en fortsatt sterk etterspørsel, kombinert med en liten økning i det globale tilbudet på markedet. DNB Markets konkluderer imidlertid med at tilbudet i 2019-2021 vil øke mer, og etterspørselen vokse mindre, enn hva markedet til nå har forventet³¹¹.

Framtidsutsiktene har stor betydning for hvordan lakseprisen utvikler seg. En svakere etterspørsel og høyere tilbud sees på som den største risikofaktoren i bransjen, fordi utviklingen kan sette en demper for de skyhøye prisene, og dermed også på lakseselskapenes inntjening. En annen viktig faktor er at etterspørselen også kan dempes som følge av stigende priser³¹².

For å gjøre effekten av lakseprisen, herunder tilbudet og etterspørselen så tydelig som mulig, ønsker vi å undersøke hvordan faktorer fra den fundamentale analysen fremadrettet kan påvirke risikobildet til SalMar. Vi vil hermed vise hvordan disse faktorene påvirker estimeringen av WACC, og hermed hvilke faktiske endringer som kan forventes i SalMars aksjekurs.

6.1.1 Kapitalstruktur

I de kommende avsnitt vil vi benytte en strategisk tilnærming til å estimere kapitalstrukturen. Vi vil inndra SalMar og peer-gruppens historiske kapitalstruktur, forventninger til laksepris, tilbud og etterspørsel, samt nåværende finansiering og forventninger til fremtidig finansiering. På bakgrunn av disse forholdene kapitalstrukturen estimeres i henholdsvis budsjett- og terminalperioden.

Estimering av kapitalstrukturen

SalMars target kapitalstruktur ble i den teoretiske tilnærmingen estimert til en egenkapitalandel på 80,39 % og en gjeldsandel på 19,61 %. Den estimerte kapitalstrukturen er basert på markedsverdier, hvor aksjekursens utvikling har meget stor betydning for target kapitalstruktur. Av figur 21 på side 68, sees det at egenkapitalandelen de siste årene har steget mye som følge av den ekstreme utviklingen i aksjekursen. Etter 2011 er det identifisert historisk høye aksjekurser, blant annet på grunn av sterk etterspørsel, svak norsk krone og høye laksepriser. Andre forhold som har sørget for at egenkapitalandelen de siste årene har vært historisk høy er investorers forventninger til fremtidig god lønnsomhet og vekst i industrien. Denne

³¹¹ Kvale & Haugen, 2019.

³¹² Nilsen, 2017.

utviklingen indikerer at den fremtidige kapitalstruktur går mot en forhøyet egenkapitalandel, og en gjeldsandel som beveger seg mot null, og hermed ingen antakelse eller forventning om fremtidig gjeldsfinansiering. Metoden baserer seg også på et historisk gjennomsnitt, og inndrar ikke forhold knyttet til fremtiden. For å undersøke om den estimerte target kapitalstruktur er realistisk og representativ for fremtiden, ønsker vi å inndra funn fra den fundamentale analysen, samt nærmere vurdere hvordan SalMar finansierer vekst og investeringer.

Den kommende analysen vil være tredelt. Første del vil ta for seg den historiske kapitalstrukturen til SalMar og peer-gruppen. Hensikten med analysen er å skape en forståelse for om den historiske utviklingen som kan bidra til å fastsette kapitalstrukturen fremadrettet. Andre del av analysen tar for seg forhold knyttet til laksepris, tilbud og etterspørsel på kort og lang sikt. Disse forholdene relateres til forventninger om markedsverdien av selskapets egenkapitalandel. Siste del omhandler SalMars nåværende finansiering og forventninger til fremtidig finansiering. Disse forholdene knytter seg til forventninger om selskapets gjeldsandel. Hensikten med analysen er å vurdere hvordan strategiske faktorer og funn fra fundamentalanalysen kan avgjøre hvor representativ target kapitalstruktur er for fremtiden, på både kort og lang sikt.

Historisk utvikling

Figur 22 på side 69 illustrerer at peer gruppen følger den samme sykliske utvikling i visse perioder. På samme måte som det ble identifisert hos SalMar, sees det eksempelvis et fall i egenkapitalandelen fra 2007-2008 og 2010-2011 hos samtlige selskaper. Det første fallet knyttes til utfordringene finanskrisen medførte, eksempelvis brått fallende aksjekurser som følge av mindre likviditet på markedet og stor usikkerhet om fremtiden. Fallet i 2010-2011 knyttes til at oppdrettsnæringen opplevde krevende tider med kraftige svingninger i lakseprisen, hvor prisen svingte fra NOK 44 til NOK 18,20 per kilo bare et halvt år senere³¹³. Dette sørget igjen for kursfall hos samtlige selskaper. Prisfallet førte også til at hele 38 milliarder kroner av de daværende børsnoterte selskapenes markedsverdi forsvant, noe som naturligvis ga utslag på egenkapitalandelen til selskapene³¹⁴.

Det sees også en økning i netto rentebærende gjeld for alle selskapene i begge periodene, hvilket kan indikere at virksomhetene i økonomisk utfordrende tider pådrar seg mer lån, og hermed øker gjeldsandelen. En økt gjeldsandel kan eksempelvis være fordelaktig fordi virksomhetene oppnår en

³¹³ SalMar årsrapport, 2011, s. 8.

³¹⁴ Horjen, 2012.

skattefordel med gjelden, i tillegg til at denne formen for finansiering er billigere enn finansiering ved hjelp av egenkapital. Opptakelse av mer gjeld kan på den andre side sees på som en mer aggressiv strategi, og kreditorer og investorer står overfor en større risiko enn ved egenkapitalfinansiering. I 2008 og 2011 lå eksempelvis gjennomsnittlig egenkapitalandel på henholdsvis 33 % og 40 %, noe som er lavt relativt til den historiske egenkapitalandel med et gjennomsnitt på 65,2 %.

Etter 2011 steg egenkapitalandelen kraftig frem til 2013, og etter dette har det vært svingninger som direkte skyldes en volatil laksepris. Etter utfordrende tider frem til 2011, pekte flere analytikere på at selskapene i industrien hadde nådd bunnen av syklusen og hadde en betydelig oppside³¹⁵. Sammen med positive framtidsutsikter knyttet til økt etterspørsel og større handelsvolum, skjøt lakseprisen til været. Konsekvensen av dette ble stigning i aksjekursen, og dermed større egenkapitalandel for selskapene.

Laksepris

Vi har tidligere undersøkt markedets forventninger til fremtidig laksepris. Nordea Markets, Sparebanken 1 Markets og Handelsbanken Capital Markets spår alle en fortsatt høy laksepris på +/-62 kr de neste to-tre årene. DNB Markets har en lavere forventning enn konsensus, og mener lakseaksjene er på sitt «all time high». Meglerhuset estimerer fall i lakseprisanslaget fra 61-62 kr til 55-57 kr, samt at tilbudet vil øke mer enn etterspørselen fremover. Det er med andre ord en uenighet om hvor lakseprisen vil ligge, men enighet om at lakseprisene historisk sett forblir høye. Vi vet at lakseprisen er meget viktig for markedsverdien av SalMars egenkapital, og at denne med utgangspunkt i ovenstående kan endre seg raskt. Det vil derfor være relevant å undersøke forventningene til tilbudet og etterspørselen på kort og lang sikt.

Tilbud og etterspørsel (kort sikt)

Forhold omkring forventet utvikling i tilbud og etterspørselen er sentrale for aksjekursens utvikling. I dagens marked er etterspørselen sterk, og større enn det totale tilbudet. Vi har også diskutert at vekstpotensialet i sjøen er overvurdert fordi det fremdeles er knyttet store biologiske utfordringer til blant annet økt biomasse og høyere smoltutslipp. Til tross for 10 % økt biomasse, sees det eksempelvis kun en 4 % økning i slaktevolumet. Høyere sjøtemperaturer setter også en begrensning for veksten i sjøen, og sammen med at staten regulerer hvor mye lakseoppdrettselskapene kan produsere og slakte, er det begrenset hvor mye tilbudet kan øke. Dette er konsekvenser vi forventer å se på kort sikt og støttes blant annet av meglerhuset Pareto. Pareto forventer lavere volumer primært knyttet til laksesykdommer, og en

³¹⁵ Horjen, 2012.

fortsatt sterk etterspørsel til tross for høye priser³¹⁶. Vi forventer at etterspørselen fortsetter å holde seg sterk som følge av at lakseprisene ikke stiger ytterligere. Vi vil videre vurdere hvordan disse forholdene utvikler seg på lengre sikt.

Tilbud og etterspørsel (lang sikt)

På lengre sikt forventes det at utvikling av ny teknologi og innovasjon innenfor produksjonen, vil begrense de biologiske utfordringene. Økt biomasse og smolt vil på denne måten i større grad skape verdi, og sørge for større økning i slaktevolumet. Mindre biologiske utfordringer minimerer også omkostningene forbundet med lakselus og rømming. Fiskefôrindustrien er også preget av store kutt og hard konkurranse, hvilket kan presse prisene ned over tid. En konsekvens av dette er fall i de samlede produksjonsomkostningene for oppdrettsselskapene, og hermed billigere produksjon.

Investeringer innenfor ny teknologi kan også gjøre produksjonsprosessen mer effektiv, sørge for bedre sykdomsbekjempelse eller minske avhengigheten til for eksempel vanntemperaturer eller andre biologiske forhold. Som tidligere nevnt investerer SalMar tungt i innovasjon innenfor teknologi og har et sterkt mål om å være omkostningsledende i bransjen. Selskapet har eksempelvis investert i iverksettelsen av Ocean Farm 1 og har allerede planer om å bygge The Smart Fish Farm. I tillegg har selskapet utviklet InnovaMar, som skal bidra til omkostningskutt. Til sist kan flere utviklingskonsesjoner sørge for at flere selskaper på markedet får adgang til produksjon, forskning og utvikling. Alle disse faktorene sørger for at tilbudet fremover kan øke mer enn nåværende nivåer og fremtidig etterspørsel. Alle de ovenstående forhold krever dog en større og krevende omstilling, og forventes ikke før på lengre sikt.

Oppsummering av laksepris, tilbud og etterspørsel

På kort sikt forventer vi at lakseprisen og etterspørselen forblir høy, og på samme nivåer som i dag. Tilbudet vil fortsette å være begrenset som følge av biologiske utfordringer og statlige reguleringer. På lengre sikt forventes lakseprisen å falle fordi tilbudet vil stige mer enn etterspørselen som følge av ny teknologi og innovasjon innenfor produksjonen, bedre sykdomsbekjempelse, billigere produksjonsomkostninger og utdeling av flere konsesjoner. Samlet sett fører en lavere laksepris og et høyere tilbud til lavere inntjening for selskapene. Dette har igjen en negativ konsekvens for aksjekursen og markedsverdien av egenkapitalen. Det er med andre ord sannsynlig at SalMars aksjekurs vil forholde seg stabil på kort sikt, men falle på lengre sikt basert på ovenstående diskusjon.

³¹⁶ Nysveen, 2019.

Banklån

Vi har tidligere beskrevet at riktig finansiering og kapitalforvaltning er essensielt for SalMar, og at ledelsen løpende gjør endringer i kapitalstrukturen for å sikre vekst og maksimere verdien av aksjene på kort- og mellomlang sikt. Gjennom banklånet, som ble refinansiert i 2018, har SalMar en kredittfasilitet på 1.000 millioner, investerings- og oppkjøpsfasilitet på 2.000 millioner og en revolverende trekkfasilitet på 15.000 millioner³¹⁷. Egenkapitalprosenten skal til enhver tid være større enn 35 % og NIBD/EBITDA må ikke overstige 4,5. Finansieringsordningen frem til 2014 krevde NIBD/EBITDA på 4, og lånevilkåret har derfor blitt mer fleksibelt siden refinansieringen³¹⁸. SalMar peker på at lånebetingelsene viser at bankene har stor tiltro til selskapet³¹⁹.

Som beskrevet innledningsvis har SalMar varslet om kjøp av resterende aksjer i selskapet Arnarlax AS. Transaksjonen vil oppgjøres kontant, og finansieres ved bruk av eksisterende kredittfasilitet i selskapet³²⁰. Selskapet har også flere pågående vekstinvesteringsprogrammer, hvor det totalt er investert 620 millioner kroner³²¹. To nye settefiskanlegg er satt i drift i løpet av 2017 og selskapet planlegger også å bygge ny laksefabrikk på Senja til 675 milliarder kroner³²². SalMar bruker med andre ord enorme summer på investeringer knyttet til vekst og utvidelse av driften.

Statlig støtte

SalMar har også andre finansieringskilder. I tillegg til banklånet har selskapet fått midler og lån fra den statlige organisasjonen Innovasjon Norge. SalMar har totalt fått 251 millioner kroner i lån fra Innovasjon Norge, hvorav henholdsvis 175 og 40 millioner kroner ble øremerket Ocean Farm 1 og InnovaMar³²³. SalMar benytter også utviklingstillatelser til å indirekte støtte omkostninger knyttet til investering i nye rigger, produksjonsanlegg og innovasjonsprosjekter. Havmerden «The Smart Fish Farm» har fått utviklingskonsesjoner verdt 1,14 milliarder kroner, hvilket indirekte utgjør 75 % av omkostningsoverslaget. Resterende investering ligger hermed på i underkant av 400 millioner kroner. I tillegg vil det koste over 300

³¹⁷ SalMar Årsrapport, 2017, s. 87.

³¹⁸ SalMar Årsrapport, 2013, s. 86.

³¹⁹ Strømøy, 2014.

³²⁰ Oslobors.no – Utvidet melding vedrørende kjøp av aksjer i Arnarlax, 2019.

³²¹ SalMar årsrapport, 2017, s. 47.

³²² Sveen, 2018.

³²³ Redaksjonen, 2018.

millioner kroner bare å fø opp fisken³²⁴. Det er med andre ord store summer SalMar selv skal finansiere, men det står ikke svart på hvitt hvilke midler selskapet planlegger å bruke på dette.

Egenkapitalfinansiering

SalMar ble børsnotert i 2007, og året før børsnoteringen hentet hovedaksjonær Gustav Witzøe inn 900 millioner kroner i frisk kapital. Pengene ble brukt til vekst og kjøp av flere oppdrettsselskap, blant annet Rauma-gruppen og Villa Organic³²⁵. I årene fra 2010-2017 har det som vi har sett tidligere totalt investert voldsomme summer i SalMar. Finansdirektør, Trond Tuvstein, forteller imidlertid at lånet fra Innovasjon Norge eksempelvis blot utgjør noen få prosent av de totale investeringene gjennomført i denne perioden. Med andre ord er det privat kapital som i størst grad har finansiert disse investeringene³²⁶.

SalMar har også i løpet av årene på børs gjennomført en emisjon. Som følge av emisjonen, som skjedde i 2012, tilførte eierne 309 millioner kroner. Selskapet utstedte hele 10,3 millioner aksjer og aksjeutvidelsen sørget for at antallet aksjer utgjorde 113,3 millioner, hvilket tilsvarer antall aksjer i dag. SalMar opplyser at formålet med emisjonen var å støtte SalMars vekststrategi, og muliggjøre finansiering av strukturelle muligheter i næringen, herunder kjøp av oppdrettskapasitet og konsesjoner³²⁷. Dette underbygges i fundamentalanalysen, hvor vi ser at FGEAR for SalMar ligger langt under 2, samt er halvert fra 2016 til 2017.

Samlet estimering av kapitalstrukturen

Det er som vi tidligere har beskrevet essensielt for SalMar med en robust egenkapitalfinansiering av flere grunner. Volatil laksepris, syklisk profitt og kapitalintensiv bransje er noen av hovedårsakene til at det er fordelaktig å ha en høy egenkapitalandel. Vi forventer at SalMars egenkapitalandel forholder seg høy, men at selskapet fortsatt er avhengige av favorable gjeld- og låneavtaler til å blant annet finansiere utvikling av nye produksjonsanlegg, oppkjøp og vedlikehold. På bakgrunn av ovenstående, anses det som hensiktsmessig å estimere én kapitalstruktur for budsjettperioden og én for terminalperioden.

Kapitalstrukturen for budsjettperioden estimeres basert på historiske tall for de siste fem årene. Grunnen til at vi mener denne perioden er den mest rettvise for de neste fem årene, henger sammen med de diskuterte forventningene til at lakseprisen forblir høy, tilbudet begrenses og SalMar er avhengig av samme gjeldsnivå hvis de skal opprettholde de samme investeringene. Kapitalstrukturen reflekterer også hermed

³²⁴ NTB, 2018b.

³²⁵ Berge, 2014.

³²⁶ Redaksjonen, 2018.

³²⁷ Aakvik, 2012.

godt de budsjetterte cash flows de neste fem årene. På kort sikt forventes det ikke en like syklisk utvikling, hvorfor gjeldsutviklingen de siste fem årene legges til grunn for estimeringen, i kombinasjon med den ovenstående analyse. Egenkapitalandelen utgjør derfor **88,83 %** og gjeldsandelen utgjør **11,17 %**, og denne er representativ i budsjettperioden, og hermed på kort sikt.

På lengre sikt forventes det imidlertid fall i aksjekursen, hvilket vil senke egenkapitalandelen. For at dette skal reflekteres i WACC, vil en endret kapitalstruktur i terminalperioden være hensiktsmessig. Kapitalstrukturer i terminalperioden argumenteres for å være **80 %** egenkapitalandel og **20 %** gjeldsandel, og er basert på ovenstående diskusjon, samt kapitalstrukturen til SalMar de siste 11 årene. Grunnen til at denne kapitalstrukturen og tidsperioden er mer rettvise for terminalperioden, henger sammen med at den tar høyde for både opp- og nedgangstider over en lengre periode. Dette understøtter at tanken bak en fremtidig kapitalstruktur som går mot en forhøyet egenkapitalandel, og en gjeldsandel som beveger seg mot null, er lite realistisk. De tidligere nevnte strategiske forhold indikerer at dette ikke er tilfellet, noe som medfører at ingen antakelse eller forventning om fremtidig gjeldsfinansiering er usannsynlig.

6.1.2 Risikofri rente, r_f

Den risikofrie renten er i den teoretiske estimeringen av WACC, estimert til 2,33% på bakgrunn av en 10-årig norsk statsobligasjon, og en normalisert rente. I den følgende strategiske tilnærmingen ønsker vi å estimere den risikofrie rente på bakgrunn av strategiske faktorer identifisert fundamentalanalysen. Basert på disse forholdene vil en risikofri rente estimeres for henholdsvis budsjett- og terminalperioden.

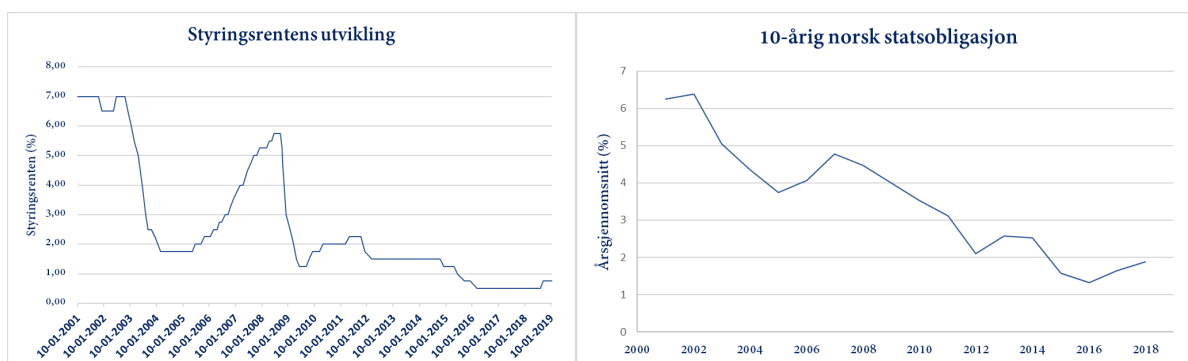
Estimering av den risikofrie rente

Analysen av økonomiske faktorer understreker at økonomiske utsikter er vanskelig å spå. I mars 2019 besluttet hovedstyret i Norges Bank å heve styringsrenten med 0,25 %, til 1 %. Bakgrunnen for rentestigningen er at oppgangen i norsk økonomi er sterkere enn tidligere antatt. Kapasitetsutnyttelsen er i overkant av et normalt nivå og den underliggende prisveksten er noe høyere enn inflasjonsmålet. Formålet med en rentestigning er å holde prisveksten nær inflasjonsmålet, sørge for stabil vekst i produksjon og sysselsetting, samt hindre at for mange låner for mye. Norges Bank understreker imidlertid at pengepolitikken og internasjonal usikkerhet, taler for å rentesettingen må gå varsomt fremadrettet³²⁸.

DNB Markets forventer imidlertid at Norges Bank vil heve renten enda raskere enn signalisert i desember. Bakgrunnen for uttalelsen skyldes høyere oljepriser og en inflasjon i februar 2019 som var sterkere enn

³²⁸ Norges Bank.no – Pressemeldinger mars 2019, 2019.

forventet³²⁹. Det anslås at en ytterligere renteoppgang vil sørge for at inflasjonen når målet noen år frem, og at arbeidsledigheten holder seg på et lavt nivå. Figur 26 viser at styringsrenten og renten til en 10-årig norsk statsobligasjon er høyt korrelert. Det er derfor nærliggende å tro at forventningene til en raskere stigning i styringsrenten vil medføre at renten på den 10-årige statsobligasjonen også heves.



Figur 26: Styringsrentes utvikling og 10-årig norsk statsobligasjon. Kilde: Norges Bank

Videre illustrerer grafene at styringsrenten i 2001-2002 var på 7 %, hele 6,25 % høyere enn dagens nivå. Norges Bank argumenterer for at bakgrunnen for det høye rentenivået i hovedsak skyldes forventninger om at inflasjonen på kort sikt overstiger inflasjonsmålet på 2,5 %. I årene 2006-2008 setter Norges Bank renten opp fra 2,25 % - 5,75 %. Denne kraftige renteoppgangen skyldes flere forhold. For det første, anses den globale veksten som høy, særlig i Kina og Euroområdet, mens veksten i USA er noe lavere enn antatt. Oljeprisen stiger og flere land øker styringsrenten. For det andre, steg inflasjonen med 1,4 % på 12 måneder og i samme periode økte husholdningers realinntekt med 5 % og boligprisene med 16,3 %.

Ovenstående forhold har flere likhetstrekk med nåværende norsk økonomi, og Norges Bank reagerer med å sette opp renten. På bakgrunn av fremtidige økonomiske utsikter og den historiske utviklingen i styringsrenten, anses det derfor som sannsynlig at Norges Bank gjennomfører flere rentehevinger i årene fremover.

På en annen side, mener DNB Markets at svakere vekst i eurosonen og lavere utenlandske renteforventninger trekker i motsatt retning. Banken forventer at Norges Bank hever renten med 1 %, men argumenterer for større usikkerheter vedrørende ytterligere rentehevinger fremadrettet. Dette skyldes forventninger til vedvarende solid økonomisk vekst og inflasjon i Norge, kombinert med svakere internasjonale utsikter. Makroøkonomiske utsikter for verdensøkonomien er svekket og dårligere nå enn

³²⁹ Knudsen, 2019.

for et år siden. Dette skyldes i hovedsak usikkerhet relatert til økonomisk utvikling og frykten for at den lange oppgangskonjunkturen er ved veis ende³³⁰.

Det finnes flere årsaker til at det makroøkonomiske bildet i verden er svekket. Den økonomiske veksten kan stagnere som følge av at mange land er i ferd med å slippe opp for ledige ressurser i arbeidsmarkedene. Videre bidrar Brexit og den pågående handelskrigen mellom Kina og USA til redusert økonomisk vekst, og sjansen er stor for at situasjonen kan gå fra vondt til verre. I tillegg vil de allerede gjennomførte renteøkningene i USA medføre at den amerikanske økonomien bremses opp og landet vil sannsynligvis ikke oppleve en gjentakelse av fjorårets finanspolitiske stimulanser. Det internasjonale pengefondet (IMF) mener på en side at den globale økonomiske oppgangen vedvarer, men at vekstraten avtar. På en annen side mener fondsfinans at det er god grunn til bekymring da utfallsrommet for økonomisk vekst sannsynligvis er størst på nedsiden³³¹.

Samlet estimering av risikofri rente

På bakgrunn av ovenstående diskusjon legges det til grunn at Norges Bank beslutter at en kortvarig renteheving er hensiktsmessig. Denne vil imidlertid nedjusteres på lang sikt som følge av at de makroøkonomiske utsiktene for verdensøkonomien preges av usikkerhet, og at finansielle forhold forverrer seg som følge av blant annet Brexit og pågående handelskriger. Derfor argumenterer vi for at det er hensiktsmessig å estimere én risikofri rente i budsjettperioden og én risikofri rente i terminalperioden.

Basert på historisk utvikling og ovenstående prognoser, er det ikke usannsynlig at styringsrenten i budsjettperioden ligger på 2 %. Tatt i betraktning at den 10-årige statsobligasjonen og styringsrenten er høyt korrelert, forventes det at statsobligasjonen som følge av dette også stiger. Hvor mye er dog vanskelig å forutsi, men til sammenligning var renten i 2010 på 2 % hele året, noe som resulterte i en gjennomsnittlig 10-årige statsobligasjonen på 3,52 % samme år. Derfor settes den risikofrie renten i budsjettperioden til **3,52 %**. Langsiktig antas det at Norges Bank vil nedjustere renten som følge av internasjonal usikkerhet. Derfor mener vi at en langsiktig styringsrente på 1,5 % er et godt bud. Fra 2012-2014 lå styringsrenten på dette nivået og i samme periode lå renten på en 10-årig statsobligasjon på +/- 2,5 %. Dette taler for en risikofri rente i terminalperioden på **2,5 %**.

³³⁰ Fondsfinans kapitalforvaltning – Økonomiske utsikter 2019, 2019, s. 8.

³³¹ Ibid.

6.1.3 Systematisk risiko, β_e

I de kommende avsnitt vil den systematiske risiko estimeres ved hjelp av funnene i fundamentalanalysen. SalMars operasjonelle og finansielle risiko vil hermed diskuteres i detalj for å avdekke virksomhetens totale risikoprofil. Den systematiske risiko vil heretter estimeres for henholdsvis budsjett- og terminalperioden.

Estimering av systematisk risiko

Den teoretiske estimeringen av WACC avslører betydelig inkonsistens ved estimeringen av beta. Det fremkommer også fra undersøkelsen til Bancel & Mittoo at mindre enn halvparten (45 %) av respondentene er enig i at beta er et godt risikomål. Likevel, er kanskje det mest bemerkelsesverdige funnet i undersøkelsen at mindre enn halvparten av respondentene (46 %) justerer den historiske beta for å estimere den fremtidige beta. Dette til tross for at CAPM-modellen og de fleste lærebøker mener at dette er den teoretisk riktige måten å estimere beta på³³².

Beta basert på fundamentale faktorer

I forbindelse med at vi ønsker å undersøke hvordan interne, eksterne og bransjespesifikke faktorer påvirker elementene i WACC, estimeres beta ved bruk av den fundamentale analysen, hvor strategiske faktorer knyttet til SalMars risikoprofil legges til grunn. I følgende avsnitt identifiseres SalMars strategiske faktorer på bakgrunn av følgende formel³³³:

$$B_e = B_a + (B_a - B_d) * \frac{NIBD}{E}$$

Første del av formelen, B_a , måler operasjonell risiko, mens den andre delen, $(B_a - B_d) * \frac{NIBD}{E}$, måler finansiell risiko. Det vil derfor være relevant å vurdere de faktorene som påvirker SalMars kort- og langsiktige operasjonelle og finansielle risiko³³⁴. En slik vurdering er mulig ved hjelp av den fundamentalanalysen, hvor sentrale interne, eksterne og bransjespesifikke faktorer ble identifisert. I denne metoden utgjør derfor disse faktorene bakgrunnen for estimeringen av den systematiske risikoen.

Operasjonell risiko

For å vurdere SalMars operasjonelle risiko, fokuseres det på de faktorene som påvirker volatiliteten i driftsresultatet. Disse risikofaktorene diskuteres i de tre følgende kategorier: ekstern risiko, strategisk risiko

³³² Bancel & Mittoo, 2014, s. 111.

³³³ Petersen & Plenborg, 2017, s. 255.

³³⁴ Ibid.

og driftsmessig risiko³³⁵. Se bilag 4.6 for fullstendig oversikt over de fundamentale risikofaktorene til SalMar.

Ekstern risiko

Ekstern risiko omhandler forhold utenfor et selskap som kan påvirke firmaets driftsmessige resultat³³⁶. For SalMar innebærer dette blant annet laksepris, salgsvolum, politiske forhold, biologiske faktorer og valuta. Alle disse forholdene har stor betydning for SalMars driftsresultat, samtidig som virksomheten har en begrenset evne til å håndtere denne risikoen.

Den strategiske og finansielle analysen identifiserte **lakseprisen** som den mest sentrale verdidriveren i bransjen. Særlige forhold som påvirker lakseprisen er tilbud og etterspørsel. Det fremgår fra analysen av lakseprisen, at både Nordea Markets, Sparebanken 1 Markets og Handelsbanken Capital Markets, spår tre nye år med rekordhøy laksepris. Dette skyldes at lakseindustrien stadig blir mindre syklisk, samt at det forventes at etterspørselen fortsetter å vokse mer enn hva oppdretterne klarer å produsere. På en annen side, spår DNB Markets et tøffere år for fiskenæringen og konkluderer med at tilbudet på lang sikt vil øke mer og etterspørselen vokse noe mindre. Det forventes derfor at lakseprisen i på kort sikt holdes sterk, men at prisen på lang sikt vil svekkes som følge av økt tilbud, hvilket også er beskrevet i forbindelse med kapitalstrukturen. Teknologijavnittet belyser også ulike årsaker til forventninger om tilbudsvekst. Lakseprisen er imidlertid meget volatil og ligger utenfor virksomhetens kontroll da den bestemmes av markedet, noe som taler for at risikonivået settes til **høyt** på både kort og lang sikt.

Salgsvolumet avhenger i stor grad av kronekursen og lakseprisen, herav tilbud og etterspørsel. Bransjen har i løpet av de siste 10 årene opplevd en økning i norsk sjømateksport på 122 %. Analysen av økonomiske faktorer viser at veksten i sjømateksporten blant annet skyldes en svak norsk krone. Samtidig er det økt global etterspørsel etter mat, kombinert med lønnsvekst, fallende arbeidsledighet og økende middelklasse som bidrar til forventninger om at etterspørselen etter proteinrik mat av høy kvalitet vil vokse fremadrettet. Det fremgår fra rentabilitetsanalysen at veksten til SalMar hovedsakelig drives av omsetnings- og omkostningsforhold. Analysen av OG viser at en kombinasjon av lavt tilbud og sterk etterspørselsvekst medførte en meget høy laksepris i hele 2016. Denne effekten forsterkes ytterligere av en svak norsk krone, som medfører et høyt salgsvolum som følge av økt eksport. Denne trenden forventes

³³⁵ Petersen & Plenborg, 2017, s. 256.

³³⁶ Ibid, s. 257.

også fremadrettet, og risikonivået settes derfor til **moderat** i på kort sikt. Langsiktig forventes det at kronen styrkes og tilbudet øker, noe som vil bidra til at risikonivået på lang sikt settes til **høyt**.

Med tanke på **politiske forhold**, er det særlig den pågående handelskrigen og en uavklart Brexit som utgjør en risikofaktor for SalMar. Dette er politiske forhold som ikke kan kontrolleres av selskapet. Per dags dato har imidlertid Norge sikret seg en avtale med Storbritannia, som innebærer tollfri handel av norsk sjømat dersom en hard brexit blir en realitet. Handelskrigen mellom Kina og USA er dog fortsatt pågående og vil kunne ramme norsk sjømateksport. Direktøren for Norsk Sjømatråd i Kina er overbevist om at næringen er avhengig av åpne markeder og forutsigbare rammebetingelser. Til tross for mulige konsekvenser for norsk sjømateksport, har mange tro på at utviklingen i verdenshandelen som følge av handelskrigene ikke trenger å bli så negativ som mange frykter i 2019. I tillegg til ovenstående, truer regjeringen med å innføre en såkalt grunnrenteskatt. Det er imidlertid motstand i et flertall av regjeringspartiene, hvilket taler for at dette ikke er en umiddelbar trussel for næringen. På bakgrunn av dette, settes risikonivået på kort sikt til **moderat**. Langsiktig settes risikonivået til **høyt** da selskapet kan trues av nye politiske forhold som de ikke kan kontrollere eller beskytte seg mot.

Biologiske faktorer er både noe som påvirker miljøet, fiskehelsen og selskapets omkostninger. Med tanke på at veksten i selskapet hovedsakelig drives av omsetnings- og omkostningsforhold, vil omkostninger som følge av biologiske faktorer ytterligere diskuteres. Særlig lusesmitte medfører betydelige omkostninger for SalMar. Rentabilitetsanalysen illustrerer at selskapet i flere år har slitt med økt produksjonsomkostninger, hovedsakelig på grunn av økte biologiske utfordringer, særlig relatert til lakselus, samt en økning i fôromkostningene. Denne trenden brytes dog i 2017, hvor de opplever vekst i slaktevolum grunnet forbedret biologiske forhold, samt bedre kontroll på omkostningsveksten som følge av flere år med målrettet arbeid. På bakgrunn av ovenstående, samt at selskapet arbeider målrettet for å begrense biologiske utfordringer, blant annet gjennom Ocean Farm 1 og InnovaMar, anses risikoen på kort sikt som **moderat**. På lang sikt settes risikonivået til **høyt**. Dette skyldes at oppdrettsbransjen hele tiden står overfor nye biologiske utfordringer, eksempelvis endringer i sjøtemperaturen og spredningen av nye sykdommer som CMS, hvilket er vanskelig å beskytte seg mot.

Det fremgår fra avsnittet om økonomiske faktorer, at **valutakursutviklingen** mellom EU og Norge er viktig for SalMar da EU er selskapets viktigste marked. Dette innebærer at utviklingen i valutakurser har en direkte og indirekte økonomisk risiko for SalMar da størstedelen av konsernets produkter selges internasjonalt, hovedsakelig med oppgjør i EUR, GBP, JPY og USD. Selskapet kan dog i en viss grad beskytte seg mot valutarisiko gjennom bruk av terminkontrakter som sikringsinstrument. Valuta som risikofaktor vurderes derfor som **moderat til høy** i både på kort og lang sikt.

Strategisk risiko

En vurdering av den strategiske risikoen inneholder typisk en analyse av industrielle forhold³³⁷. En slik analyse er utarbeidet i den strategiske analysen ved hjelp av Porters Five Forces. Her diskuteres forhold vedrørende kundenes og leverandørenes forhandlingskraft, trusselen for nye inntrengere og substitutter, samt rivalisering i bransjen.

I den strategiske analysen, belyses **kundenes forhandlingskraft**. På en side, er kundenes forhandlingskraft høy som følge av homogene og lite differensierte produkter, fordelaktige kontrakter og kvantumsrabatter, prissensitive forhandlere og lave bytteomkostninger. På en annen side, har industrien mange potensielle kjøpere og liten trussel fra kunders integrering i produksjonen. Disse forholdene taler for at kundene har lav forhandlingskraft. Samlet sett argumenteres det for at kundenes forhandlingskraft er **moderat** på kort sikt. På lang sikt forventes det økt fokus på produktdifferensiering. Dette skyldes at SalMar, som nevnt under «teknologiske forhold», investerer i ny teknologi som fokuserer på bærekraftig forvaltning av laks, som tar hensyn til miljøet. Samtidig som selskapet er ledende innen ny teknologi for bærekraftighet, fremgår det fra PESTLE, at den yngre befolkningen i større grad er opptatt av miljøet og velger produkter basert på selskaper som best overholder miljøkrav. Dette kan bidra til at SalMar på lang sikt kan differensiere seg fra de andre aktørene i bransjen, og at risikobildet på lengre sikt derfor senkes noe.

Når det kommer til **leverandørenes forhandlingskraft**, ble den fastsatt til moderat i den strategiske analysen. Argumentene for dette er at fôrleverandørene har svekket forhandlingskraft som følge av vertikal integrasjon, mange leverandører på markedet, hard konkurranse, liten produktdifferensiering og begrensede markeder å selge produktet til. På en annen side, styrkes forhandlingskraften som følge av oppdrettsselskaperenes store avhengighet i produksjonen, og sensitiviteten overfor prisendringer. Det kortsiktige risikonivået anses derfor som **moderat** på kort sikt. Som diskutert i avsnittet nedenfor om «driftsmessig risiko», anses det som sannsynlig at SalMar på lang sikt vil følge MOWI sine fotspor ved å integrere fôrproduksjonen i verdikjeden. Dette vil bidra til å senke risikonivået på lang sikt.

Videre fremgår det av den strategiske analysen, at **trusselen for substituerende produkter** er lav. Dette skyldes at etterspørselen etter laks på kort sikt anses som sterk. Dersom markedet på lang sikt mener at lakseprisen er for høy, kan imidlertid ørret og villaks, eller til og med kjøttprodukter substituere laksen. Det fremgår dog fra analysen av lakseprisen, at prisen på lang sikt vil svekkes som følge av økt tilbud. Det betraktes derfor ikke som en reell trussel at lakseprisen blir for høy, sammenlignet med prisen på ørret og

³³⁷ Petersen & Plenborg, 2017, s. 258.

villaks. Videre fremgår det fra analysen av miljøfaktorer, at kjøttindustrien er under et enormt press fra særlig den yngre befolkningen. Dette skyldes avsløringer relatert til meget miljøfarlig og ikke-bærekraftig kjøttindustri. Rapporter viser at oppdrettsnæringen ikke på langt nær tilfører samme grad av negativ påvirkning på miljøet. På bakgrunn av dette settes trusselen fra substituerende produkter til **lavt** risikonivå på kort og lang sikt.

Trusselen for nye inntrengere på det norske markedet betraktes også som lav. Dette skyldes hovedsakelig at industrien har høye adgangsbarrierer. Faktorer som medfører høye adgangsbarrierer er blant annet biologiske og naturlige begrensninger som sørger for at lakseproduksjonen kun er mulig på utvalgte steder. Videre regulerer loven om Akvakultur hvordan havbruk i Norge etableres, drives og avvikles, og selskaper skal gjennom en omfattende godkjenningsprosess. Produksjonen av laks reguleres gjennom utstedelse av konsesjoner som bestemmes av Fiskeridirektoratet. Det er meget krevende for nye aktører på markedet å få tak i konsesjoner, blant annet fordi myndighetene kontrollerer antallet og stiller en rekke krav for å godkjenne søknaden. Argumentasjon understrekes ytterligere ved at lakseoppdrettsindustrien i Norge de siste ti årene har gjennomgått en betydelig konsolidering. I 1997 var det eksempelvis 70 selskaper som stod for 80 % av produksjonen, hvor antallet tyve år senere er falt til 23 selskaper. På bakgrunn av dette er risikonivået **lavt** på kort og lang sikt.

Rivalisering mellom eksisterende konkurrenter er høy. Dette fordi industrien preges av stor konkurranse mellom de dominerende selskapene, produktene som selges er lite differensiert, det er lave bytteomkostninger, og staten gjør reguleringer til fordel for desentrale eierskap. SalMar er imidlertid en av de største i bransjen og har historisk gjort det bedre enn konkurrentene og industrien. Selskapet satser tungt på forskning og utvikling, samtidig som de gjør flere store oppkjøp. Eksempelvis eier selskapet 50 % av Norskott Havbruk AS, som igjen eier 100 % av den nest største produsenten av laks i Storbritannia, Scottish Sea Farms Ltd. Videre kjøpte selskapet den 14. februar 2019 nye andeler i Arnalax Hf, og har per dags dato en andel på 54 % og selskapet varslet om et ytterligere kontantbud for alle de resterende aksjene i selskapet. I april kjøpte også SalMar 51 % av aksjene i MariCulture AS. Denne aggressive oppkjøpstrenden indikerer at selskapet også fremadrettet vil være en av de største på markedet. Risikonivået settes derfor til **moderat** på kort og lang sikt, da det argumenteres for at rivaliseringen er høy, men at risikoen for at SalMar vil miste sin posisjon på markedet er liten.

Driftsmessig risiko

For å vurdere den driftsmessige risikoen, skal selskapsspesifikke faktorer som kan påvirke stabiliteten i driftsresultatet kartlegges³³⁸. De driftsmessige forholdene i fokus er slaktevolum, produksjonsomkostninger og teknologi.

De viktigste indikatorene for fremtidige **slaktevolum** er som beskrevet under avsnittet «tilbud»; stående biomasse, utslipp av smolt og produksjonsomkostninger. De to førstnevnte indikatorene er i stor grad påvirket av biologiske forhold som er vanskelig å kontrollere. Analysen av tilbudet illustrerer at det bare ble realisert 4 % økt slaktevolum i bransjen i årsskiftet 2018/2019, til tross for 10 % mer biomasse. Dette skyldes biologiske utfordringer, som høyere sjøtemperaturer og lakselus. Dette viser at det ikke er noen enkel måte å hente ut vekstpotensialet som ligger der. Dette skyldes at vekstmulighetene begrenses av usikkerhet relatert til biologiske faktorer. Rentabilitetsanalysen viser imidlertid at SalMar opplever volumvekst og nærmest maksimal utnyttelse. Volumveksten skyldes hovedsakelig en bedring i den biologiske situasjonen som følge av målrettet innsats for å håndtere situasjonen knyttet til lakselus. Derfor argumenteres det for at risikonivået for slaktevolumet på kort sikt settes til **moderat**, mens risikoen på lang sikt anses som **høyt** på bakgrunn av forventningene til biologiske faktorer diskutert ovenfor.

Det fremgår i analysen av «tilbudet», at omkostninger til fôr de siste ti årene har utgjort omtrent halvparten av **produksjonsomkostningene**. Omkostninger relatert til fiskehelse, vedlikehold og miljø, utgjør den nest største delen av produksjonsomkostningene. SalMar reduserte produksjonsomkostninger med 2 kr per kg i 2017, og har en konkret målsetning for 2018 om å fortsette å kutte omkostninger og være omkostningsledene. Dette illustreres blant annet i common-size analysen, som viser at selskapets driftsomkostninger i prosent av omsetningen har falt fra 69 %- 66 %. Videre viser trend-analysen at driftsomkostningene øker med en lavere rate enn veksten i omsetningen. Dette indikerer at SalMar i større grad har evnen til å kontrollere produksjonsomkostningene. En sentral årsak til at SalMars har lyktes med å senke sine produksjonsomkostninger er anlegget InnovaMar. På bakgrunn av ovenstående, argumenteres det for at selskapet har evnen til å kontrollere produksjonsomkostningene på kort sikt, hvilket taler for et **moderat** risikonivå.

På lang sikt vil risikoen være høyere som følge av at omkostninger forbundet med rømt laks, lakselus og sykdommer er uforutsigbare og en trussel for selskapet. Dette skyldes hovedsakelig at biologiske faktorer endres over tid og nye utfordringer kan oppstå som medfølger betydelig omkostninger for selskapet. Dette

³³⁸ Petersen & Plenborg, 2017, s. 257.

er vanskelig å forutse og beskytte seg mot. Samtidig vil risikoen forbundet med omkostninger til fiskefôr være høy så lenge selskapet er avhengige av fôr fra eksterne produsenter. Det vil imidlertid være nærliggende å tro at selskapet på lang sikt vil integrere selvforsyning av fôr i sin verdikjede for å nå målet om å være omkostningsledende. På bakgrunn av ovenstående er risikonivået på lang sikt **moderat-høyt**.

I oppdrettsnæringen arbeides det iherdig med å utvikle ny **teknologi** for å sikre fortsatt vekst gjennom bærekraftig forvaltning som tar hensyn til miljøet. Det tidligere omtalte «trafikklyssystemet» begrenser denne veksten da regjeringen mener at næringen må få kontroll på den biologiske situasjonen. Regjeringen ønsker til tross for dette å femdoble norsk fiskeoppdrett innen 2050. Dette målet fremmes av staten gjennom de tidligere omtalte utviklingstillatelsene. SalMar satser stort på forskning og utvikling og har utviklet verdens første oppdrettsanlegg til havs, Ocean Farm 1. Anlegget er blant annet bygget for å eliminere risiko for forurensning, lakselus og rømming av laks. Ressursen nøytraliserer derfor trusler relatert til biologiske utfordringer for SalMar. Selskapet ønsker videre å gjenta suksessen ved å utvikle «The Smart Fish Farm», med dobbelt så stor kapasitet som Ocean Farm 1. I tillegg har selskapet utviklet InnovaMar, et anlegg som skal sørge for omkostningseffektivitet og innovasjon i forbindelse med slakting og bearbeiding av laks. Alle disse teknologiske innovasjonene forventes å bidra til økt tilbud gjennom økt slaktevolum, lavere produksjonsomkostninger og en forbedring av biologiske forhold. Disse forholdene indikerer at både det kort- og langsiktige risikonivået betraktes som **moderat**.

Finansiell risiko

For å vurdere SalMars finansielle risiko, gjøres en vurdering av selskapets gjeldsgrad, likviditetsrisiko og gjeldskarakteristika.³³⁹ Se bilag 4.6 for å få full oversikt over de fundamentale risikofaktorene til SalMar.

Gjeldsgrad

SalMars finansielle gjeldsgrad måles ved å se på gjeldsandelen i forhold til egenkapitalen. Dette forholdet ble belyst i rentabilitetsanalysen gjennom nøkkeltallet FGEAR. Analysen viste at selskapets gjeldsgrad er blant den laveste i peer-gruppen, samt at den fra 2016-2017 har falt ytterligere. Dermed er konsernets finansielle stilling og soliditet styrket gjennom 2017. Denne konklusjonen forsterkes ytterligere i analysen av den estimerte kapitalstrukturen basert på strategiske faktorer.

Analysen av kapitalstrukturen viser at SalMars låneavtale med DNB, Nordea og Danske Bank, ble forlenget i 2018 med tre år, med en opsjon på forlengelse i ytterligere to år til. Dette tilsvarer lengden på vår budsjettperiode. Covenantskravet til egenkapitalandelen er lik, mens kravet om en NIBD/EBITDA er lempet

³³⁹ Petersen & Plenborg, 2017, s. 258-260.

til 4,5. Dette indikerer at lånevilkåret har blitt mer fleksibelt siden refinansieringen, noe som peker på at bankene har stor tiltro til selskapet, og dets finansielle helse. Dette forsterkes ytterligere med tanke på forventningene relatert til fremtidige rentehevinger. Videre argumenteres det for at lakseprisen vil være sterk på kort sikt som følge av høyere etterspørsel enn tilbud. Dette tyder på at selskapet vil ha en vedvarende høy markedsverdi av egenkapitalen på kort sikt.

Ovenstående forhold indikerer at selskapet har gode forutsetninger for å møte sine finansielle forpliktelser. På bakgrunn av disse forholdene, har selskapets finansielle gjeldsgrad et **lavt** risikonivå på kort sikt. Analysen av kapitalstrukturen indikerer imidlertid at gjeldsgraden på lang sikt vil stige noe som følge av tilbudsvekst og finansieringen av store investeringer. Det argumenteres likevel for at den langsiktige finansielle gjeldsgraden har et **lavt** risikonivå på lang sikt. da det basert på nevnte strategiske forhold, er lite sannsynlig at SalMar ikke kan møte sine finansielle forpliktelser på lang sikt.

Likviditetsrisiko

SalMars likviditetsrisiko har tidligere i oppgaven blitt analysert ved å betrakte selskapets kort- og langsiktige likviditetsrisiko gjennom en likviditetsanalyse. Analysen av SalMars kortsiktige likviditet indikerer at risikoen for at selskapet misligholder sine kortsiktige forpliktelser, er relativt lav. Dette baserer seg på at grafen som viser hvor lang tid som går før SalMar betaler sine leverandører har en stigende trend, samt at selskapet har et nivå i 2016 og 2017, som er betydelig høyere enn peer-gruppen. Videre får SalMar betaling fra sine kunder raskere enn resten av peer-gruppen. Imidlertid viser current ratio at selskapet ligger under gjennomsnittet for bransjen, samt at quick ratio indikerer at selskapet har en ratio under 2. Til tross for dette betraktes selskapets kortsiktige risikonivå som **lav**.

Basert på analysen av langsiktig likviditetsrisiko, argumenteres det for at risikoen på lang sikt også er **lav**. Dette understøttes av en positiv trend og et høyt nivå i Solvency Ratio og Interest Coverage Ratio, samt analysen av kapitalstrukturen.

Gjeldskarakteristika

På bakgrunn av funnene og argumentasjonen i analysen av den strategiske kapitalstrukturen, samt rentabilitet- og likviditetsanalysen, settes risikonivået for gjeldskarakteristika som **lavt** på kort sikt og **moderat** på lang sikt.

Samlet estimering av beta basert på fundamentale faktorer

Tabell 23 nedenfor illustrerer en oppsummering av SalMars samlede risikoprofil. På bakgrunn av ovenstående analyse, argumenteres det for at den operasjonelle risikoen er moderat mens den finansielle risikoen oppfattes som lav. Ifølge Petersen & Plenborg (2017) gir en moderat operasjonell risiko og en lav finansiell risiko en samlet risiko som er lav. Dette indikerer en beta i intervallet 0,60-0,85³⁴⁰.

Beta for fundamentale faktorer		
Type operasjonell risiko	Risikonivå - kort sikt	Risikonivå - lang sikt
Ekstern risiko	Moderat	Høy
Strategisk risiko	Moderat	Moderat
Driftsmessig risiko	Moderat	Moderat
Totalvurdering av operasjonell risiko	Moderat	Moderat
Type finansiell risiko	Risikonivå - kort sikt	Risikonivå - lang sikt
Finansiell gjeldsgrad	Lav	Lav
Likviditetsrisiko	Lav	Lav
Gjeldskarakteristika	Lav	Moderat
Totalvurdering av finansiell risiko	Lav	Lav
Samlet vurdering av SalMars risikoprofil	Lav	Lav
Beta	0,6-0,85	0,6-0,85

Tabell 23: Beta for fundamentale faktorer. Kilde: Egen tilvirkning (Fundamentalanalysen).

Det fremgår av ovenstående analyse av beta, at forventningene på kort sikt ikke nødvendigvis reflekterer forventningene på lang sikt. På bakgrunn av dette argumenteres det for å estimere én beta i budsjettperioden og én beta i terminalperioden. Det anses som hensiktsmessig å sette beta i budsjettperioden til 0,6 da dette tilsvarer det laveste nivået i betaintervallet. Bakgrunnen for dette valget hviler på ovenstående diskusjon av SalMars samlede risikobilde. Analysen viser at risikonivået befinner seg i det samme intervallet på kort og lang sikt, men at den samlede vurderingen av den operasjonelle risikoen er nærmere lav enn høy på kort sikt. Samtidig er en beta på 0,6 meget tett på beta fra regresjonsanalysen, hvilket gir god mening da den bygger på historiske avkast de siste 5 årene, hvilket matcher cash flowet i budsjettperioden godt. På bakgrunn av dette settes beta i budsjettperioden til **0,6**.

Videre fremgår det fra analysen at risikobildet på lang sikt i de fleste tilfeller har et høyere risikonivå. Dette skyldes at langsiktige prognoser og utsikter langt frem i tid, i større grad hviler på flere usikkerheter. Det er i hovedsak risikobildet knyttet til de eksterne faktorene som stiger på lang sikt. På bakgrunn av dette settes beta i terminalperioden til **0,85**.

³⁴⁰ Petersen & Plenborg, 2017, s. 262.

6.1.4 Markedsrisikopremien, MRP

I de kommende avsnitt vil vi inndra funn fra fundamentalanalysen knyttet til markedsrisikopremien, herunder den risikofrie rente og markedsforhold i det norske markedet. På bakgrunn av dette vil strategiske faktorer fastsette markedsrisikopremien.

Estimering av markedsrisikopremien

I den teoretiske tilnærmingen til estimeringen av markedsrisikopremien ble markedsrisikopremien basert på og fastsatt med utgangspunkt i PwC sine undersøkelser blant norske respondenter. Formålet med denne analysen er å vurdere hvordan inndragelse av funn fra fundamentalanalysen påvirker markedsrisikopremien, og eventuelt medfører endringer på enten kort eller lang sikt. Relevante forhold som vil bli diskutert er markedsrisikopremiens sammenheng forventet risikofri rente og forventede markedsforhold.

Risikofri rente

Markedets forventede risikopremie er uobserverbar, og det er derfor investorers forventninger til den risikofrie rente som gir mest mening å vurdere. Den risikofrie renten er i budsjettperioden estimert til 3,52 % og 2,5 % i terminalperioden. Den teoretiske tilnærmingen tar ikke høyde for at markedsrisikopremien kan endre seg som følge av fremtidige endringer i den risikofrie rente. Fra PwCs rapport sees det imidlertid at 42 % av respondentene mener at en endring i risikofri rente endrer vurderingen av markedsrisikopremien. Halvparten av denne andelen mener en økning i den risikofrie rente øker markedsrisikopremien og resterende halvdel mener at en økning i den risikofrie rente vil redusere markedsrisikopremien³⁴¹. Med utgangspunkt i dette vil én markedsrisikopremie for budsjettperioden og én for terminalperioden umiddelbart reflektere investorers avkastningskrav på en hensiktsmessig måte.

Markedsforhold

PwC sin undersøkelse av markedsrisikopremien på det norske markedet ble for første gang gjennomført i 2011³⁴². Resultatene viser imidlertid at markedsrisikopremien er uendret til tross for store spenn og kursbevegelser i markedene. I 2017 steg eksempelvis Hovedindeksen på Oslo Børs med 19,1 %, og året etter falt indeksen med 1,8 %³⁴³. Samme utvikling sees også i tidligere perioder. I 2010 steg eksempelvis

³⁴¹ PwC.no— Risikopremien i det norske markedet, 2018, s. 9.

³⁴² Johansen, Laake & Aulie, 2013.

³⁴³ Mjelde, Nguyen & Fastbø, 2018.

Hovedindeksen med totalt 18,4 %³⁴⁴, og året etter falt samme indeks med 12,5 %³⁴⁵. Frykt og usikkerhet knyttet til høyere renter, lavere økonomisk vekst, handelskrig og politiske utfordringer er noen av forholdene som påvirker framtidsutsiktene i markedene, og fallet i 2018 ble eksempelvis utløst av at disse forholdene skapte uro i markedene³⁴⁶. Til tross for store svingninger på børsen og i markedene, har den gjennomsnittlige markedsrisikopremien i PwC sine undersøkelser ligget på 5 %, i perioden fra 2011-2018. Med andre ord sees det små og minimale endringer i markedsrisikopremien, hvorfor den økte usikkerheten tilsynelatende kommer til uttrykk via andre komponenter i avkastningskravet³⁴⁷. Denne argumentasjonen taler for at det i dette tilfellet er mest rettvise å benytte den samme markedsrisikopremien i budsjett- og terminalperioden.

Samlet estimering av markedsrisikopremien

Med utgangspunkt i ovenstående diskusjon er det tydelig at den risikofrie renten påvirker hva markedsrisikopremien skal være. 68 % av respondentene benytter imidlertid en normalisert risikofri rente på 3 % eller lavere. De estimerte risikofrie renter på 3,52 % og 2,5 % er ikke drastisk forskjellige fra dette. I tillegg til dette, sees det minimale endringer i respondentenes krav til markedsrisikopremien de siste 8 årene, til tross for store svingninger og uroligheter på markedet. Det konkluderes derfor med at risikoen forbundet med disse markedsforholdene avspeiles i andre komponenter i WACC, hvilket medfører at en markedsrisikopremie på 5 % er representativ i både budsjett- og terminalperioden.

Samlet estimering av egenkapitalens avkastkrav, r_e

I ovenstående analyse har vi estimert komponentene til egenkapitalens avkastkrav med utgangspunkt i strategiske faktorer analysert i fundamentalanalysen. Den strategiske tilnærmingen til estimeringen av disse komponentene gir følgende avkastkrav på egenkapitalen i henholdsvis budsjett- og terminalperioden:

Egenkapitalens avkastkrav i budsjettperioden:

$$r_e = 3,52 \% + 0,6 * 5 \% = 6,52 \%$$

Egenkapitalens avkastkrav i terminalperioden:

$$r_e = 2,5 \% + 0,85 * 5 \% = 6,75 \%$$

³⁴⁴ Oslobors.no – Fakta og nøkkeltall desember 2010.

³⁴⁵ Oslobors.no – Fakta og nøkkeltall desember 2011.

³⁴⁶ Oslobors.no – Året med den varme sommeren og den sure høsten, 2018.

³⁴⁷ Johansen, Laake & Aulie, 2013.

6.1.5 Gjeldsomkostningen, r_d

Gjeldsomkostningen vil herved estimeres med utgangspunkt i fundamentalanalysen og hermed strategiske faktorer. Ved inndragelsen av disse forholdene vil vi estimere en gjeldsomkostning i henholdsvis budsjett- og terminalperioden.

Estimering av gjeldsomkostningen

I den teoretiske tilnærmingen til estimeringen av gjeldsomkostningen, ble det presentert to ulike estimeringsmetoder. Den første metoden baserer seg på et gjennomsnitt av SalMars historiske låneaktiviteter og er derfor en bakutrettet metode. Den andre metoden har til formål å avdekke en risikopremie på gjelden på bakgrunn av en kredittrating av selskapet. Kredittratingen baserer seg på sentrale historiske finansielle nøkkeltall. Til tross for at også denne metoden er bakutrettet, argumenterte vi for at sistnevnte metode best illustrerer SalMars evne til å møte sine finansielle forpliktelser. SalMar fikk AA-rating, noe som tilsvarer en risikopremie på gjelden på 1 %.

Strategisk tilnærming

Ved å ta høyde for strategiske faktorer som vil ha innvirkning på gjeldsomkostningen, vil det være mulig å justere den historiske gjeldsomkostningen til å ta høyde for selskapets fremtidige prognoser. Den strategiske tilnærmingen til estimeringen av gjeldsomkostningen vil i likhet med den teoretiske tilnærmingen bygge på følgende formel:

$$r_d = (r_f + r_s) * (1 - t)$$

Formelen overfor illustrerer at den risikofrie rente har stor betydning for gjeldsomkostningen. Med tanke på at vi tidligere har argumentert for at det er hensiktsmessig med én risikofri rente i budsjettperioden og én i terminalperioden, vil vi i likhet få to forskjellige gjeldsomkostninger.

Kapitalstruktur basert på strategiske faktorer

Til tross for at vi ikke har data på SalMars fremtidige finansielle nøkkeltall, har vi gjennom analysen av kapitalstrukturen, gode forutsetninger for å si noe om selskapets fremtidige gjeldsomkostning. I analysen konkluderte vi med at SalMars egenkapitalandel forholder seg høy, men at selskapet fortsatt er avhengige av favorable gjeld- og låneavtaler for å finansiere utvikling av nye produksjonsanlegg, oppkjøp og vedlikehold. Det fremkommer av likviditetsanalysen at finansieringen hentes blant annet fra lån i banken. Selskapets eksisterende låneavtale med banken ble i 2018 forlenget med tre år, med en opsjon på forlengelse i ytterligere to år til. Dette tilsvarer som beskrevet tidligere lengden på budsjettperioden. Videre ser vi at bankene har lempet sine covenantskrav til selskapet, hvilket peker på at bankene har stor tiltro til

selskapet i budsjettperioden. På bakgrunn av dette anser vi det som sannsynlig at SalMar også fremadrettet vil ha en AA-rating, hvilket betyr en risikopremie på gjelden på **1 %** i budsjettperioden.

I analysen av kapitalstrukturen argumenterte vi for at egenkapitalandelen på lang sikt vil falle som følge av økt tilbud som medfører svakere laksepris. Gjeldsandelen settes i dette tilfellet til 20 %, noe som baserer seg på strategiske forhold diskutert i analysen av kapitalstrukturen, samt kapitalstrukturen til SalMar de siste 11 årene. Ved å ta hensyn til strategiske faktorer, samt historiske gjeldsandelere som reflekterer både opp- og nedgangstider, er det mulig å si noe om selskapets langsiktige gjeldsomkostning. Historisk ser vi at selskapet har vært i stand til å møte sine finansielle forpliktelser og overholde sine covenantskrav, til tross for nedgangstider. Dette kombinert med forventningene om en forholdsvis høy egenkapitalandel, taler for at selskapet også på lang sikt vil oppnå en AA-rating. På bakgrunn av ovenstående, vil risikopremie på gjelden settes til **1 %** i terminalperioden.

Skattesats

For budsjettperioden anvendes en skattesats i 2017 på 24 %, slik som tidligere beskrevet. I terminalperioden vil vi imidlertid benytte en annen skattesats. Beslutningen skyldes at det fremgår fra budsjetteringen av det frie cash flowet i bilag 5.1 at skattesatsen i terminalperioden (2023T) er 18 %. Dette er basert på at den marginale skattesatsen i Norge har falt med 1 % de seneste år, og er forventet å falle med det samme i årene fremover³⁴⁸.

Samlet estimering av gjeldsomkostningen

På bakgrunn av ovenstående diskusjon, estimeres gjeldsomkostningen i budsjettperioden som følgende:

$$r_d = (3,52 \% + 1 \%) * (1 - 24 \%) = 3,44 \%$$

Videre estimeres gjeldsomkostningen i terminalperioden som vist nedenfor:

$$r_d = (2,5 \% + 1 \%) * (1 - 18 \%) = 2,87 \%$$

Dette resulterer i en gjeldsomkostning i budsjettperioden på **3,44 %** og en gjeldsomkostning i terminalperioden på **2,87 %**.

³⁴⁸ Regjeringen.no – Skattesatser 2017, 2017.

7.1.6 Estimering av strategisk WACC

Basert på ovenstående analyse av komponentene i WACC, har vi estimert én WACC i budsjettperioden og én WACC i terminalperioden med utgangspunkt i strategiske faktorer funnet i den fundamentale analysen.

WACC i budsjettperioden er estimert til:

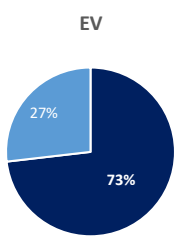
$$WACC = 88,83 \% * 6,52 \% + 11,17 \% * 3,44 \% = 6,18 \%$$

Videre estimeres WACC i terminalperioden som følgende:

$$WACC = 80 \% * 6,75 \% + 20 \% * 2,87 \% = 5,97 \%$$

6.2 Verdiansettelse basert på strategisk WACC

Ovenstående analyse av den strategiske tilnærmingen til estimeringen av WACC, argumenterer for at det er hensiktsmessig å estimere én WACC i budsjettperioden og én WACC i terminalperioden. På bakgrunn av dette, illustrerer DCF-modellen nedenfor at aksjekursen til SalMar per 29.12.2017 er estimert til **NOK 222,6**.

DCF-modellen	Budsjettperiode					T
	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
WACC	6,18%	6,18%	6,18%	6,18%	6,18%	5,97%
Diskonteringsfaktor WACC	0,94	0,89	0,84	0,79	0,74	0,71
FCFF	2.095.251	1.567.823	1.550.899	1.815.268	1.361.143	1.037.341
Nåtidsværdien av FCFF	1.973.386	1.390.750	1.295.721	1.428.383	1.008.750	
Sum av PV	7.096.990					
Vekst i terminalperioden	2%					
PV av terminalverdi	19.345.222					
Enterprise Value (29.12.2017)	26.442.212					
Netto rentebærende gjeld (NOK 1000)	1.222.141					
Estimert markedsverdi av EK	25.220.071					
Antall aksjer (NOK 1000)	113.300					
Aksjekurs (29.12.2017)	222,6					

Tabell 24: DCF-modellen teoretisk verdiansettelse. Kilde: Egen tilvirkning.

6.2.1 Delkonklusjon strategisk WACC

I ovenstående analyse, har vi estimert WACC på bakgrunn av strategiske faktorer. Hensikten med den strategiske estimeringen av WACC er å besvare det siste undersøkelsesspørsmålet. Her ønsker vi å undersøke på hvilken måte de strategiske faktorene identifisert i fundamentalanalysen påvirker de ulike elementene i WACC og hvilken betydning har det for virksomhetens verdi

I den teoretiske tilnærmingen til estimeringen av WACC, fikk vi en aksjekurs på NOK 311,4. Dette tilsvarer en verdi som er NOK 88,8 høyere enn den strategiske verdien. Videre viser følsomhetsanalysen at dersom

vi i oppgaven hadde argumentert for andre estimeringsmål og metoder, kunne aksjekursen variere i verdi fra NOK 228-481. Dette tilsvarer et spenn i aksjekursen på 111,1 %. Til sammenligning, viser Oslo Børs at aksjekursen til SalMar den 29.12.17 var NOK 246,8³⁴⁹. Dette indikerer at i denne casen, har den tradisjonelle verdiansettelsesmetoden en tendens til å overvurdere aksjen. Dette kan blant annet skyldes at den teoretiske tilnærmingen til estimeringen av WACC ikke tar hensyn til justeringer i terminalperioden, hvilket sørger for at aksjekursen blir overestimert over tid. Ved å inndra strategiske faktorer relatert til fremtidige utsikter og risikofaktorer i bransjen og selskapet, er det mulig å justere for at korte og langsiktige forventninger ikke nødvendigvis er like, noe som vil ha stor innvirkning på virksomhetens underliggende verdi.

6.3 Fordeler og ulemper ved teoretisk og strategisk WACC

Vi ønsker i det følgende avsnitt å vurdere fordeler og ulemper ved den teoretiske og strategiske tilnærmingen til estimeringen av WACC.

Den strategiske verdiansettelsen tar først og fremst høyde for strategiske faktorer i estimeringen av komponentene i WACC, hvilket Petersen & Plenborg (2017) har anbefalt på det sterkeste. På denne måten knyttes både de strategiske og finansielle analysene sammen, og slik vil forventninger til fremtiden bedre kunne forstås og gjenspeiles i WACC. Den strategiske tilnærmingen har også gjort det hensiktsmessig å estimere én WACC i budsjettperioden og én WACC i terminalperioden. Dette er en stor fordel fordi vi som et resultat av den fundamentale analysen har identifisert at risikobildet og fremtidige forventninger på kort og lang sikt er forskjellig. Dette tas ikke høyde for når WACC estimeres på den tradisjonelle, teoretiske måten, hvilket i denne casen sørger for at verdien overvurderes. I tillegg erfarer vi at det ikke er like mange forskjellige måter å estimere en strategisk WACC på, hvilket sørger for mindre rom for subjektivitet, tvetydighet og forskjellige antakelser. Dette bidrar også til å eliminere estimeringsfeil. Til sist er det mange faktorer i markedet vi har sett at direkte påvirker komponentene i WACC. Verdien til SalMar bestemmes av markedet på Oslo Børs, hvorfor det gir god mening å bruke markedets forventninger når avkastkravet estimeres.

Til tross for at vi ikke har identifisert mange ulemper ved den strategiske tilnærmingen, er metoden likevel meget tidskrevende da den krever omfattende analyser i forkant av estimeringen. For å få et så objektivt bilde på fremtiden som mulig har det vært vesentlig å inndra en rekke kilder, samt vurdere og sammenligne

³⁴⁹ Oslobors.no – SalMar, 2019.

disse. Dette tar igjen lang tid, og estimeringsfeil kan oppstå dersom en ikke forholder seg kritisk til kildene som benyttes.

Ulempene forbundet med den teoretiske tilnærmingen til estimering av WACC fremgår i første del av analysen, og innebærer overordnet at tvetydighet i rammeverket skaper rom for egne antakelser og medfører betydelige spenn i aksjekursen. I tillegg tar metoden ikke høyde for endringer i risikobildet og forventninger over tid, og tar derfor ikke hensyn til justeringen i terminalperioden. Fordelen ved den teoretiske tilnærmingen til estimeringen av WACC er imidlertid at rammeverkene er simple å anvende og forstå, noe som bidrar til at man sparer tid og verdiansettelsesprosessen forenkles.

7.0 Konklusjon

Formålet med denne masteravhandlingen er å undersøke hvordan teoretiske metoder, samt interne, eksterne og bransjespesifikke faktorer påvirker elementene i WACC, samt hvilken betydning det har for SalMars underliggende verdi. Det fremgår av den strategiske analysen at lakseprisen er bransjens viktigste verdidriver. Bransjen har i løpet av de siste årene opplevd rekordhøy inntjening som følge av høye laksepriser, en svak norsk krone, et sterkt eksportmarked og voksende global etterspørsel. De sterke lakseprisene skyldes hovedsakelig at tilbudet har blitt holdt nede som følge av biologiske utfordringer og politiske reguleringer. Forventningene til lakseprisen fremadrettet er mye omdiskutert, men det spås at lakseprisen over tid vil falle som følge av økt tilbud. Fall i lakseprisen, biologiske utfordringer, økte omkostninger til produksjon, Brexit, pågående handelskriger og politiske reguleringer utgjør en risiko for andre sentrale verdidrivere, som råvarepriser, valuta og slakte- og salgsvolum.

Det fremgår av rentabilitetsanalysen at lakseoppdrettsnæringen i stor grad påvirkes av omsetnings- og omkostningsforhold. Sentrale verdidrivere identifisert i den strategiske analysen har en direkte påvirkningskraft på dette forholdet. Eksempelvis fremgår det fra nøkkeltallene at SalMars lønnsomhet i hovedsak er drevet av høye laksepriser, kombinert med voksende etterspørsel, lavere tilbudsvekst og en svak norsk krone. Videre påvirkes bransjens omkostningsforhold hovedsakelig av økte fôromkostninger og omkostninger forbundet med biologiske utfordringer. I tillegg viser likviditetsanalysen at SalMar har gode forutsetninger for å møte sine finansielle forpliktelser. Dette skyldes hovedsakelig selskapets sterke inntjening som er direkte knyttet til faktorer identifisert i den strategiske analysen og rentabilitetsanalysen.

Gjennom den teoretiske tilnærmingen til estimeringen av WACC, fremkommer det at tradisjonelle verdiansettelsesmetoder lider av tvetydighet og ikke godt nok belyser påvirkningen fra sentrale, strategiske faktorer. Vi identifiserte inkonsistens i hvordan komponentene i WACC ble fastsatt, til tross for simple og standardiserte rammeverk. Følsomhetsanalysen illustrerer hvilken konkret effekt tvetydig estimering av

WACC har for verdien av SalMar, og gir en aksjekurs i intervallet NOK 228-481. Dette tilsvarer et spenn i aksjekursen på 111,1 %. Med dette som utgangspunkt, bekreftes antakelsen om at den teoretiske tilnærmingen til estimeringen av WACC lider av tvetydighet og subjektivitet, noe som medfører kritiske spenn i WACC, og i virksomhetens underliggende verdi.

I den strategiske tilnærmingen, estimeres WACC på bakgrunn av fundamentalanalysen. Hensikten med analysen er å undersøke hvordan strategiske faktorene påvirker elementene i WACC, og hvilken betydning det har for SalMars underliggende verdi. Ved å tilføre strategiske faktorer til estimeringen av de ulike komponentene i WACC, får vi en aksjekurs som bedre reflekterer markedets forventninger til selskapet og dets underliggende verdi. Dette støtter opp Plenborg & Petersen sin argumentasjon om at den beste måten å estimere WACC er å supplere kvantitative metoder med en kvalitativ tilnærming. Oslo Børs noterte at aksjekursen til SalMar den 29.12.17 var NOK 246,8, noe som indikerer at tradisjonelle verdiansettelsesmetoder har en tendens til å overvurdere aksjen. En mulig forklaring er at den teoretiske tilnærmingen til estimeringen av WACC ikke tar hensyn til justeringer i terminalperioden. Ved å inndra strategiske faktorer relatert til fremtidige utsikter i bransjen og selskapet, er det mulig å justere for at risikobildet på kort og lang sikt ikke nødvendigvis er likt. Justeringen av WACC på kort og lang sikt eliminerer i denne casen derfor risikoen for at verdien av SalMar overvurderes. På bakgrunn av ovenstående konkluderes det med at interne, eksterne og bransjespesifikke faktorer påvirker elementene i WACC, og har stor betydning for SalMars underliggende verdi.

8.0 Perspektivering

Denne avhandlingen har undersøkt hvordan teoretiske metoder, samt interne, eksterne og bransjespesifikke faktorer påvirker elementene i WACC, og etterfølgende hvilken betydning dette har for SalMars underliggende verdi. I analysen har oppgaven pekt på en rekke svakheter ved den teoretiske tilnærmingen til estimeringen av WACC, og identifisert at tilnærmingen overvurderer selskapets verdi. Videre har den strategiske tilnærmingen tillatt en kombinasjon av kvalitative og kvantitative metoder, som blant annet fører til forskjellige estimater av WACC i henholdsvis budsjett- og terminalperioden. Den strategiske tilnærmingen sørger også for at SalMar verdiansettes lavere enn den teoretiske tilnærmingen. Med henblikk på at avhandlingen identifiserer store forskjeller i hvordan WACC estimeres, vil et naturlig steg for videre analyse være å undersøke om funnene i de teoretiske og strategiske tilnærminger også er gjeldende for andre selskaper i samme bransje, eller selskaper i andre bransjer. Dersom vi kunne utført et tilstrekkelig antall identiske analyser med andre selskaper, vil vi med større sikkerhet kunne fastsette hvorvidt den strategiske tilnærmingen til estimeringen av WACC faktisk gir et bedre bud på selskapers verdi, sammenlignet med den teoretiske tilnærmingen.

Det er ikke funnet teorier eller undersøkelser i eksisterende litteratur som tar for seg ovenstående, hvorfor den beskrevne forlengelsen representerer en interessant fremtidig analyse. På bakgrunn av forlengelsen kunne en teori utarbeides med formål å eliminere spenn i både hvordan WACC estimeres, og dermed spenn i selskapers underliggende verdi. Ved tilstrekkelige antall undersøkelser vil et rammeverk kunne utvikles knyttet til hvordan WACC anbefales å estimeres for selskaper som eksempelvis befinner seg i lakseoppdrettsindustrien. Kanskje den strategiske tilnærmingen til estimeringen av WACC best egner seg for selskaper innenfor lakseoppdrett, og at den teoretiske tilnærmingen gir et mer rettvise verdiestimat for selskaper i andre bransjer? Dette er interessante forhold å analysere for videre forskning.

9.0 Litteraturliste

Bøker

Aswath Damodaran (2010). *Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications*. Stern School of Business.

Aswath Damodaran (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, John Wiley & Sons Inc.

Christian Petersen & Thomas Plenborg (2017). *Financial Statement Analysis*, Pearson Education Limited.

Frank Asche & Trond Bjørndal (2011). *The Economics of Salmon Aquaculture*, John Wiley & Sons, Ltd., Publications, 2. Edition.

McKinsey & Company, Tim Koller, Marc Goedhart & David Wessels (2010). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley & Sons, Ltd., Publications

Artikler

Bancel, F. & Mittoo, U. R., (2014). *The Gap between the Theory and Practice of Corporate Valuation: Survey of European Experts*. Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 26, No. 4, pp. 106-117.

Barney, J. (1991). *Firm Resources and Sustained Competitive Advantage*. Journal of management, vol. 17, no. 1, 99-120.

Damodaran, A. (2019). *Country Default Spreads and Risk Premiums, January 2019*. NYU Stern School of Business.

Pablo Fernandez, Vitaly Pershin & Isabel F. Acin (2018). *Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 59 countries in 2018: a survey*. IESE Business School.

Porter, M. E (1980) *Competitive Strategy: techniques for analyzing industries and competitors*. New York, Free Press.

Welch, I. (2000). *Views of Financial Economists on the Equity Premium and on Professional Controversies*. Journal of Business, vol. 73, no. 4, pp. 501-537.

Rapporter

Austevoll Seafood Årsrapport 2017.

Bakkafrost Årsrapport 2017.

Det Kongelige Fiskeri- og kystdepartement - Verdens fremste sjømatnasjon, 2013.

EY The Norwegian Aquaculture Analysis 2016.

Fiskeridirektoratet – Lønnsomhetsundersøkelse for produksjon av laks og regnbueørret, 2017.

Fiskeridirektoratet – Tap i produksjonen 1997-2017.

Fiskeridirektoratet – Tilsagn: Cermaq Norway AS, 2019.

Fondsfinans Kapitalforvaltning – Økonomiske utsikter, 2019.

Grieg Seafood Årsrapport 2017-2007.

Lerøy Seafood Årsrapport 2017-2007.

Marine Harvest Salmon Industry Handbook 2018.

Marine Harvest Årsrapport 2017-2007.

Norsk klimastiftelse – Hvordan møte klimarisiko, 2018.

Norway Royal Salmon Årsrapport 2017-2011.

PwC – Risikopremien i det norske markedet, 2018.

SalMar Bærekraftsrapport 2017.

SalMar Q4 2017 rapport.

SalMar Q4 2018 rapport.

SalMar Årsrapport 2017-2007.

Sparebank 1 – Salmon Weekly Report, 2019.

Statistisk sentralbyrå – Konjunkturtendensene, 2018.

The Scottish Salmon Company Årsrapport 2017.

Artikler i elektroniske journaler

E24.no (2019). *Rentemøte 2019*. Hentet 21. mars 2019 fra

https://e24.no/spesial/2019/rentemote/?fbclid=IwAR0wnm7Vury119u00O4_xJGxXYOI6Po_7W1pHLMecXEANysgqbu93wYLIhc

Fisk.no (2009). *Lavt forbruk av antibiotika i oppdrett*. Hentet 8 januar 2019 fra

<https://www.fisk.no/oppdrett/1327-lavt-forbruk-av-antibiotika-i-oppdrett.html>

Fiskeridir.no (2017). *Tildelingsprosessen*. Hentet 14. januar 2019 fra

<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Tildelingsprosessen>

Fiskeridir.no (2018). *Rømningsstatistikk*. Hentet 14 januar 2019 fra

<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Statistikk-akvakultur/Roemningsstatistikk>

Fiskeridir.no (2018). *Tiltak mot rømt oppdrettsfisk*. Hentet 8 januar 2019 fra

<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Drift-og-tilsyn/Roemming/Tiltak-mot-roemt-oppdrettsfisk>

Fiskeridir.no (2018). *Lønnsomhetsundersøkelsen 2017: Høyt omkostningsnivå, men likevel god inntjening*.

Hentet 30. januar 2019 fra

<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Nyheter/2018/0818/Loennsomhetsundersoekelsen-2017-Hoeyt-omkostningsnivaa-men-likevel-god-inntjening>

Fiskeridir.no (2018). *Pålegg og miljøovervåkning Ocean Farming - SalMar*. Hentet 6. februar 2019 fra <https://fiskeridir.no/Akvakultur/Nyheter/2018/1018/Paalagt-miljoeovervaaking-etter-roemming-paa-Frohavet>

Fiskeridir.no (2019). *Oversikt over søknader om utviklingstillatelser*. Hentet 12. mars 2019 fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Saertillatelser/Utviklingstillatelser/Soekere-antall-og-biomasse>

Ilaks.no. (2019). *Tollfri sjømat sikret i norsk-britisk enighet ved «no deal-Brexit*. Hentet 25. mars 2019 fra https://ilaks.no/tollfri-sjomat-sikret-i-norsk-britisk-enighet-ved-no-deal-brexit/?fbclid=IwAR11_MYp7HyEE0-84lTPHfXg-lf7XDzj_EeBspitwPKMQ-Q0QzJOPToO0dU

Intrafish.no. (2018). *Markedet aksepterer høyere laksepriser*. Hentet 14. januar 2019 fra <https://www.intrafish.no/kommentarer/1498512/markedet-aksepterer-hoyere-laksepriser>

Investopedia.com (2018). *Product Life Cycle*. Hentet 22. januar 2019 fra <https://www.investopedia.com/terms/p/product-life-cycle.asp>

Investopedia.com (2019). *Leverage Ratio*. Hentet 23. januar 2019 fra <https://www.investopedia.com/terms/l/leverageratio.asp>

Investopedia.com (2019). *Current Ratio*. Hentet 04. februar 2019 fra <https://www.investopedia.com/terms/c/currentratio.asp>

Investopedia.com (2019). *Solvency Ratio*. Hentet 04. februar 2019 fra <https://www.investopedia.com/terms/s/solvencyratio.asp>

Kyst.no (2018). *Mer laks mye mer lus*. Hentet 8. januar 2019 fra <https://www.kyst.no/article/mer-laks-mye-mer-lus/>

Kyst.no (2019). *SalMar vil utvikle enda større havmerd – har kjøpt seg inn i MariCulture AS*. Hentet 25. februar 2019 fra <https://www.kyst.no/article/SalMar-vil-utvikle-enda-stoerre-havmerd/>

Kystogfjord.no (2018). *Godt år for laksenæringen*. Hentet 15. januar 2019 fra <https://www.kystogfjord.no/nyheter/forsiden/Godt-aar-for-laksenaeringen>

Laksefakta.no (2018). *Norske regler for miljø og oppdrett*. Hentet 9. januar 2019 fra <https://laksefakta.no/laks-og-miljo/norske-regler-for-miljo-og-oppdrett/>

Miljøstatus.no (2015). *Fiskeoppdrett*. Hentet 8. januar 2019 fra <http://www.miljostatus.no/tema/hav-og-kyst/fiskeoppdrett/>

Nordnet.no (2019). *Aksjehistorikk for SalMar*. Hentet 28. februar 2019 fra <https://www.nordnet.no/mux/web/marknaden/aktiehemsidan/historik.html?identifiser=65055&marketplace=15&inhibitTrade=1>

Norgesbank.no (2019). *Valutakurser NOK/EUR*. Hentet 14. januar 2019 fra <https://www.norges-bank.no/Statistikk/Valutakurser/valuta/EUR>

Norges-Bank.no (2018). *Statsobligasjoner*. Hentet 18. februar 2019 fra <https://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>

Norges-bank.no (2019). *Oversikt over rentemøter og endringer i styringsrenten*. Hentet 19. mars 2019 fra <https://www.norges-bank.no/pengepolitikk/Styringsrenten/Styringsrenten-Oversikt-over-rentemoter-og-endringer-i-styringsrenten-/>

Norges-bank.no (2019). *Pressemeldinger mars 2019*. Hentet 25. mars 2019 fra <https://www.norges-bank.no/Publisert/Pressemeldinger/2019/2019-03-21-pressemelding-rente/>

Norges-fiskeri-og-kysthistorie.no (2019). *Havbruk*. Hentet 23. januar 2019 fra <https://norges-fiskeri-og-kysthistorie.w.uib.no/>

Nmf.no (2019). *Norges Miljøvernforbund anmelder SalMar A/S for rømning av minst 16000 oppdrettslaks*. Hentet 30. januar 2019 fra <http://nmf.no/2019/01/28/norges-miljoevernforbund-anmelder-SalMar-a-s-for-romning-av-minst-16000-oppdrettslaks/>

Oslobors.no (2010). *Fakta og nøkkeltall desember 2010*. Hentet 27. mars 2019 fra <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Statistikk/Fakta-og-noekkeltall/2010-Fakta-og-noekkeltall-desember-2010>

Oslobors.no (2011). *Fakta og nøkkeltall desember 2011*. Hentet 27. mars 2019 fra <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Statistikk/Fakta-og-noekkeltall/2011-Fakta-og-noekkeltall-desember-2011>

Oslobors.no (2018). *Notering av Salmones Camanchaca S.A. på Oslo Børs*. Hentet 23. januar 2019 fra <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Notering/Aksjer-egenkapitalbevis-og-retter-til-aksjer/Nye-aksjenoteringer/Salmones-Camanchaca-S.A>

Oslobors.no (2018). *Året med den varme sommeren og den sure høsten*. Hentet 27. mars 2019 fra <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Om-Oslo-Boers/Nyheter-fra-Oslo-Boers/AAret-med-den-varme-sommeren-og-den-sure-hoesten>

Oslobors.no (2019). *OSLO Seafood Index*. Hentet 15. januar 2019 fra <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/OSLSFX.OSE/overview>

Oslobors.no (2019). *SalMar Overview*. Hentet 15. januar 2019 fra <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/SALM.OSE/overview>

Oslobors.no (2019). *SalMar – Utvidet melding vedrørende kjøp av aksjer i Arnarlax*. Hentet 25. mars 2019 fra <https://newsweb.oslobors.no/message/469956>

Regjeringen.no (2017). *Skattesatser 2017*. Hentet 18. februar 2019 fra <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2017/id2514837/>

SalMar.no (2019). *Salg og distribusjon*. Hentet 9. januar 2019 fra <https://www.SalMar.no/salg-distribusjon/>

SalMar.no (2019). *Oppdretts ABC*. Hentet 14. januar 2019 fra <https://www.SalMar.no/oppdrettens-abc/>

SalMar.no (2019). *Våre virksomhetsområder*. Hentet 14. januar 2019 fra <https://www.SalMar.no/vare-virksomhetsomrader/>

SalMar.no (2019). *InnovaMar – fra drøm til virkelighet*. Hentet 16. januar 2019 fra <https://www.SalMar.no/innovamar-fra-drom-til-virkelighet/>

SalMar.no (2019). *SalMar i dag*. Hentet 15. januar 2019 fra <https://www.SalMar.no/SalMar-i-dag/>

SalMar.no (2019). *Strategi og visjon*. Hentet 15. januar 2019 fra <https://www.SalMar.no/strategi-visjon/>

Seafood.no (2018). *Fiskemarked Kina*. Hentet 14. januar 2019 fra <https://seafood.no/markedsinnsikt/fiskemarked-h2018/kina-h2018/>

Seafood.no (2018). *Et sjømatkonsum i endring*. Hentet 15. januar 2019 fra <https://seafood.no/markedsinnsikt/fiskemarked-h2018/globalt-perspektiv-h2018/>

Seafood.no (2019). *Sjømateksport for 99 milliarder i 2018*. Hentet 14. januar 2019 fra <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/sjomateksport-for-99-milliarder-i-2018/>

Seafood.no (2019). *Nøkkeltall*. Hentet 14. januar 2019 fra <https://nokkeltall.seafood.no/>

SSB.no (2018). *Akvakultur*. Hentet 9. januar 2019 fra <https://www.ssb.no/fiskeoppdrett/>

Tekna.no (2018). *Norsk oppdrett i endring*. Hentet 8. januar 2019 fra <https://www.tekna.no/kurs/innhold/norsk-oppdrett-i-endring/>

Tradingeconomics.com (2019). *Norway inflation*. Hentet 14. januar 2019 fra <https://no.tradingeconomics.com/norway/inflation-cpi>

Veterinærinstituttet.no (2018). *Oppdrettsfisk*. Hentet 8. januar 2019 fra <https://www.vetinst.no/dyr/oppdrettsfisk>

Artikler i elektroniske aviser

Aakvik, J. A. (2012). *SalMar-eiere skyter inn 309 millioner*. Hentet 26. mars 2019 fra <https://e24.no/nyheter/SalMar/SalMar-eiere-skyter-inn-309-millioner/20159081>

Aarø, J. T. & Klingenberg, M. (2013). *Cermaq selger Ewos for 6,5 milliarder kroner*. Hentet 16. januar 2019 fra <https://e24.no/boers-og-finans/cermaq-selskap-solgt-til-utenlandske-oppkjoepsfond/21103511>

Andreassen, T. (2018). *Utviklingstillatelse i oppdrettsnæringen – det finnes flere veier til målet*. Hentet 8. januar 2019 fra <https://ilaks.no/utviklingstillatelse-i-oppdrettsnaeringen-det-finnes-flere-veier-til-malet/>

Backe, T. (2017). *Fremtidens lakseoppdrett blir annerledes enn i dag*. Hentet 8. januar 2019 fra www.innovasjonogforskning.no/teknologi/fremtidens-lakseoppdrett-blir-annerledes-enn-i-dag

- Berge, A. (2013). *Størrelsen teller i fiskefôr*. Hentet 9. januar 2019 fra <https://ilaks.no/storrelsen-teller-i-fiskefor/>
- Berge, A. (2014). *Fortrinn i finans*. Hentet 26. mars 2019 fra <https://ilaks.no/fortrinn-i-finans/>
- Berge, A. (2016a). *Rett i fôret*. Hentet 9. januar 2019 fra <https://ilaks.no/rett-i-foret/>
- Berge, A. (2016b). *Håver inn på eget fôr*. Hentet 9. januar 2019 fra <https://ilaks.no/haver-inn-pa-eget-for/>
- Berge, A. (2017). *Nå får oppdretterne bedre betalt for ørret enn for laks*. Hentet 9. januar 2019 fra <https://ilaks.no/na-far-oppdretterne-bedre-betalt-for-orret-enn-for-laks/>
- Berge, A. (2018a). *SalMar har distansert konkurrentene*. Hentet 15. januar 2019 fra <https://ilaks.no/mens-analytikerne-har-ropt-salg-har-SalMar-distansert-konkurrentene/>
- Berge, A. (2018b). *Høytrykket fortsetter for lakseeksporten*. Hentet 14. januar 2019 fra <https://ilaks.no/hoytrykket-fortsetter-for-lakseeksporten/?fbclid=IwAR1-r7iezKo5GxdCaRiEPodCkT1c3psiuFQ7okXaeOwAlPnqLABP3nVxXZ4>
- Berge, A. (2019). *SalMar byr på alle aksjene i Arnarlax*. Hentet 13. mars 2019 fra https://ilaks.no/SalMar-byr-pa-alle-aksjene-i-arnarlax/?fbclid=IwAR0V0jozLnrobFHfht7xyze8pNScwuhFx4WJXAk-AQqP6npHxBYGquY_hs8
- Berglihn, H. (2019). *Mener staten vil konfiskere milliarder*. Hentet 26. februar 2019 fra <https://www.dn.no/havbruk/narings-og-fiskeridepartementet/robert-eriksson/arve-grottum/mener-staten-vil-konfiskere-milliarder/2-1-549968>
- Berthelsen, K. (2018). *Stor rapport om havbruksnæringen*. Hentet 15. januar 2019 fra <https://www.kyst.no/article/stor-rapport-om-havbruksnaeringen/>
- Bjørnstad, S. (2018). *Norges Bank setter opp renten for første gang siden 2011*. Hentet 19. mars 2019 fra <https://www.aftenposten.no/okonomi/i/yvdXwe/Norges-Bank-setter-opp-renten-for-forste-gang-siden-2011>
- Brøndum, I. (2018) *Derfor er laks supermat*. Hentet den 11. januar 2019 fra <https://iform.nu/sunn-mat/supermat/derfor-er-laks-supermat>
- Byberg, Ø. (2017). *Uro i laksemarkedet*. Hentet 15. januar 2019 fra <https://www.hegnar.no/Nyheter/Naeringsliv/2017/10/Uro-i-laksemarkedet>
- Christensen, J. (2019). *Overraskende sterke inflasjonstall*. Hentet 11. mars 2019 fra <https://www.dn.no/makrookonomi/inflasjon/norges-bank/erik-bruce/overraskende-sterke-inflasjonstall-renteokning-i-mars/2-1-561727>
- Christensen, J. & Kvale, A. N. (2018). *SalMar har doble markedsverdien på ett år*. Hentet 14. januar 2019 fra <https://www.dn.no/havbruk/SalMar/sjomat/fisk/SalMar-har-doblet-markedsverdien-pa-ett-ar/2-1-472780>
- Damardoran, A (2019a). *Ratings, interest coverage ratios and default spread*. Hentet 18. februar 2019 fra http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm

- Damadoran, A (2019b). *Betas by Sector (Europe)*. Hentet 5. mars 2019 fra http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html
- Drønen, O. (2019). *Ocean Farms Big Brother to go ahead says SalMar*. Hentet 28. februar 2019 fra <https://www.fishfarmingexpert.com/article/ocean-farms-big-brother-to-go-ahead-says-SalMar/>
- Ghaderi, H. (2019). Sykdommene oppdrettsnæringen frykter. Hentet 25. mars 2019 fra <https://e24.no/naeringsliv/oppdrett/mer-enn-bare-lakselus-sykdommene-oppdrettsnaeringen-frykter/24581472>
- Holøien, M. (2018). *Slik går lakseprisen*. Hentet 14. januar 2019 fra <https://www.hegner.no/Nyheter/Naeringsliv/2018/02/Slik-gaar-lakseprisen2>
- Holøien, M. (2019). *På tide å ta profitt*. Hentet 19. mars 2019 fra <https://www.hegner.no/Nyheter/Boers-finans/2019/03/Paa-tide-aa-ta-profitt>
- Hopland, S. Sagmoen, I. & Høgseth, M. H (2019). *Ny renteheving kan komme allerede i juni*. Hentet 21. mars 2019 fra <https://e24.no/makro-og-politikk/rentemoete-norges-bank/ny-renteheving-kan-komme-allerede-i-juni-norge-er-anerledeslandet/24586318>
- Horjen, H. (2012). *Sender lakseaksjene til himmels*. Hentet 20. februar 2019 fra <https://www.aftenposten.no/okonomi/i/kJbbk/Sender-lakseaksjene-til-himmels>
- Høgseth, M. H., Hovland, K. M., & Bach, D. (2018). *Kronekursen til laveste nivå siden finanskrisen*. Hentet 10. mars 2019 fra <https://e24.no/boers-og-finans/norsk-krone/kronekursen-til-laveste-nivaa-siden-finanskrisen/24525875>
- Iversen, M. (2018). *Trump trapper opp handelskrigen med Kina – nå kan Norge rammes: Uante konsekvenser*. Hentet 12. januar 19 fra <https://www.dn.no/utenriks/norge/kina/sigmund-bjorgo/trump-trapper-opp-handelskrigen-med-kina-na-kan-norge-rammes-uante-konsekvenser/2-1-377123>
- Jacobsen, S. (2019). *Hegnar: Et sånt ras kan ikke jeg huske å ha sett noen gang*. Hentet 18. mars 2019 fra <https://www.hegner.no/Nyheter/Boers-finans/2019/03/Hegnar-Et-saant-ras-kan-ikke-jeg-huske-aa-ha-sett-noen-gang>
- Johannessen, N (2019). *Ny rapport lanserer «global diett»: - Inntak og rødt kjøtt og sukker må halveres*. Hentet 22. januar 2019 fra <https://e24.no/makro-og-politikk/mat/ny-rapport-lanserer-global-diett-inntak-av-roedt-kjoett-og-sukker-maa-halveres/24542143>
- Johansen, T. H., Laake, A. & Aulie, M. F. (2013). *Risikopremien i det norske markedet*. Hentet 27. mars 2019 fra <https://www.magma.no/risikopremien-i-det-norske-markedet>
- Jordheim, H. (2018). *sterkere prisvekst enn ventet*. Hentet 8. januar 2019 fra <https://e24.no/makro-og-politikk/inflasjon/sterkere-prisvekst-enn-ventet/24461701>

- Jære, L. (2018). *Ungdom vil ha enda strengere krav til klimaregler*. Hentet den 11. januar 2019 fra <https://forskning.no/politikk-barn-og-ungdom-universitetet-i-oslo/ungdom-vil-ha-enda-strengere-klimaregler/295678>
- Jørgensen, L. (2018). *Investerer stort i havbasert oppdrett*. Hentet 31. januar 2019 fra <https://www.froya.no/nyheter/SalMar-investerer-stort-i-havbasert-oppdrett>
- Kampevoll, F. (2019). *Klokken tikker mot brexit – håper å sikre fisken*. Hentet 11. mars 2019 fra <https://e24.no/utenriks/fiskeri/klokken-tikker-mot-brexit-haaper-aa-sikre-fisken/24575512>
- Knudsen, C. (2019) *Dette skjer denne uken*. Hentet 19. mars 2019 fra <https://e24.no/makro-og-politikk/norges-bank/dette-skjer-denne-uken-spenning-rundt-olsens-renteutsikter/24583340>
- Knudsen, C. & Lorentzen, M. (2019). *Norges Bank hever renten som ventet*. Hentet 21. mars 2019 fra <https://e24.no/makro-og-politikk/norges-bank/norges-bank-hever-renten-som-ventet/24582877>
- Kvale, A. N. & Haugen, A. (2019). *Laksefall på Oslo Børs*. Hentet 15. mars 2019 fra <https://e24.no/boers-og-finans/laksefall-paa-oslo-boers/24582415?fbclid=IwAR3xn57TheA2I1N2IK0PGloFtHfZ2QoYlnSIMYY20wzpn4i7p-Aca5iiCC0>
- Mjelde, M., Nguyen, M. H., & Fastbø, K. (2018). *Uendret risikopremie i det norske markedet*. Hentet 27. mars 2019 fra <https://www.magma.no/uendret-markedsrisikopremie-i-det-norske-markedet>
- Nilsen, A. A. (2017). *Nordea-rapport senker lakseaksjene*. Hentet 15. mars 2019 fra <https://e24.no/boers-og-finans/laks/nordea-rapport-senker-lakseaksjene/23964010>
- Nilsen, A. A. & Framstad, A. P. (2017). *Lakseoppdretterne håver inn på rekordsvak krone*. Hentet 8. januar 2019 fra <https://e24.no/naeringsliv/laks/lakseoppdrettere-haaver-inn-paa-rekordsvak-krone-blir-fort-et-par-hundre-millioner/24085287>
- NTB. (2018a). *Norges sjømatråd fornøyd med brexitavtale*. Hentet 12. januar 19 fra <https://www.hegner.no/Nyheter/Naeringsliv/2018/11/Norges-sjoematraad-fornoyd-med-brexitavtale>
- NTB. (2018b). *SalMar vil bygge milliardanlegg med statsstøtte*. Hentet 25. mars 2019 fra <https://www.hegner.no/Nyheter/Boers-finans/2018/12/SalMar-vil-bygge-milliardanlegg-med-statsstoette?r=refresh>
- NTB. (2019a). *Rekordhøy sjømateksport i 2018 – men nådde ikke «magisk» grense*. Hentet 9. januar 2019 fra <https://www.dn.no/havbruk/lakseeksport/sjomat/renate-larsen/rekordhoy-sjomateksport-i-2018-men-nadde-ikke-magisk-grense/2-1-512474>
- NTB. (2019b). *Motstand i regjeringspartier mot ny lakseskatt*. Hentet 26. februar 2019 fra <https://www.dn.no/motstand-i-regjeringspartier-mot-ny-lakseskatt/2-1-551150>

- Nysveen, E. A. (2019). *Pareto er positive til lakseprisen i årene fremover*. Hentet 19. mars 2019 fra <https://aksjelive.e24.no/article/3jXgmA?offset=20>
- Olsen, S. (2018). *Volatile laksepriser skaper hodebry for eksportørene*. Hentet 14. januar 2019 fra <https://ilaks.no/volatile-laksepriser-skaper-hodebry-for-eksportorene/>
- Olsen, S. (2019a). *SalMar kjøper seg opp i Arnalax*. Hentet 20. februar 2019 fra <https://ilaks.no/SalMar-kjoper-seg-opp-i-arnarlax/?fbclid=IwAR1u9r81wniQzihzTOHy3QIUUpwVyPwRklki2vKrE3KITuHK4NyBoPVJBI>
- Olsen, S. (2019b). *SalMar får åtte utviklingstillatelser for sin nye gigantmerd*. Hentet 25. februar 2019 fra <https://ilaks.no/SalMar-far-atte-utviklingstillatelser-for-sin-nye-gigantmerd/>
- Redaksjonen (2018). *Siden 2010 har SalMar mottatt 288 mill. I statsstøtte i Trøndelag. Det er nesten tre ganger mer enn nummer to på listen*. Hentet 25. mars 2019 fra <https://ilaks.no/siden-2010-har-SalMar-mottatt-288-mill-i-statsstotte-i-trondelag-det-er-nesten-tre-ganger-mer-enn-nummer-to-pa-listen/>
- Strømøy, T. (2014). *Bankene stoler på trygge SalMar*. Hentet 25. mars 2019 fra https://www.froya.no/nyheter/bankene_stoler_pa_trygge_SalMar
- Sveen, E. H. (2018). *Bygger laksefabrikk på Senja: Et av verdens mest avanserte*. Hentet 25. mars 2019 fra <https://www.nrk.no/troms/bygger-laksefabrikk-pa-senja--et-av-verdens-mest-avanserte-1.14177327>
- Thoring, L. (2018). *Bør jeg spise oppdrettslaks?* Hentet 11. januar 2019 fra <https://www.framtiden.no/gronne-tips/mat/bor-jeg-spise-oppdrettslaks.html>
- Veberg, A. (2018). *Børsfall og uro over hele verden*. Hentet 15. januar 2019 fra <https://www.aftenposten.no/verden/i/RxAgJJ/Borsfall-og-uro-over-hele-verden--For-vanlige-folk-betyr-ikke-denne-uroen-sa-mye>
- Witzøe, A., Owen, E. & Berge, A. (2018). *Overkapasitet tynger fiskefôrmarkedet*. Hentet 13. mars 2019 fra <https://ilaks.no/overkapasitet-tynger-fiskeformarkedet/>
- Witzøe, A. (2018). *Handelsbanken tror høye laksepriser kan dempe etterspørselsveksten*. Hentet 14. januar 2019 <https://ilaks.no/handelsbanken-tror-hoye-laksepriser-kan-dempe-ettersporselsveksten/>
- Witzøe, A. (2019). *Sparebank 1 Markets fremhever to aksjer som gode kjøp*. Hentet 19. mars 2019 fra <https://ilaks.no/sparebank1-markets-fremhever-to-aksjer-som-gode-kjop/?fbclid=IwAR3oNOy2YccDfZ4AQQLEIGC4yTR5MMWHFBCqwK138FI1Yd4BylZ1TkGv4jU>
- Ytreberg, R. (2018a). *SalMarsjefen tatt på senga av børsrekord*. Hentet 15. januar 2019 fra <https://www.dn.no/havbruk/lakseoppdrett/sjomat/SalMar/SalMar-sjefen-tatt-pa-sengen-av-borsrekord/2-1-304534>

- Ytreberg, R. (2018b). *Kina åpner for norsk laks fra nord*. Hentet 12. januar 19 fra <https://www.dn.no/havbruk/laks/kina/per-sandberg/kina-apner-for-laks-fra-nord/2-1-374042>
- Ytreberg R. (2018c). *Nordea venter tre nye år med lakseprisfest*. Hentet 14. januar 2019 fra <https://www.dn.no/havbruk/laks/laksepriser/marine-harvest/nordea-venter-tre-nye-ar-med-lakseprisfest/2-1-441682>
- Ytreberg, R. (2018d). *Rekordhøye lønnskostnader i lakseoppdrett*. Hentet 14. januar 2019 fra <https://www.dn.no/havbruk/lakselus/laks/lakseoppdrett/rekordhoye-lonnskostnader-i-lakseoppdrett/2-1-497924>
- Ytreberg, R. (2018e). *Havforsker: En halv kilo dritt og slam per kilo laks*. Hentet 9. januar 2019 fra <https://www.dn.no/havbruk/laks/lakseoppdrett/havforskningsinstituttet/havforsker-en-halv-kilo-dritt-og-slam-per-kilo-laks/2-1-498915>

10.0 Bilag

1.0 Reformulering

1.1 Reformulert regnskab SalMar

Reformulert Resultatoppgjørelse SalMar (beløp i 1000 NOK)	2017	2016	2015	2014
Nettoomsætning	10.755.452	8.963.239	7.303.506	7.160.010
Annen driftsinntekt	61.786	66.575	22.696	25.877
Sum core driftsinntekter	10.817.238	9.029.814	7.326.202	7.185.887
Andel resultat fra tilknyttede virksomheter	208.941	286.844	40.242	96.136
Sum core driftsinntekt ink. tilknyttede selskaper	11.026.179	9.316.658	7.366.444	7.282.023
Varekjøp	-4.722.474	-4.396.689	-3.809.523	-3.337.411
Lønnskostnad	-929.100	-861.534	-765.881	-710.430
Endring i beholdning av varer (kostprinsipp)		395.871	246.712	162.119
Andre driftskostnader	-1.584.825	-1.377.795	-1.272.186	-1.142.953
Sum core driftskostnader	-7.236.399	-6.240.147	-5.600.878	-5.028.675
EBITDA	3.789.780	3.076.511	1.765.566	2.253.348
Avskrivninger av varige driftsmidler og immaterielle eiendeler	-414.686	-358.020	-307.280	-275.765
Nedskrivning av varige driftsmidler	-3.926	-	-14.169	-2.399
Core driftsresultat før skatt (EBIT)	3.371.168	2.718.491	1.444.117	1.975.184
Skatt på drift	-681.994	-535.193	-271.207	-1.046.877
Core driftsresultat etter skatt (NOPAT)	2.689.174	2.183.299	1.172.910	928.307
<i>Finansielle poster</i>				
Renteinntekt	11.109	5.014	3.477	9.057
Finansinntekt		78.142	685	2.044
Rentekostnad	-106.961	-106.328	-98.780	-124.193
Finanskostnad	-49.100	-7.193	-5.744	-902
Sum netto finansielle kostnader før skatt	-144.952	-30.365	-100.362	-113.994
Skatt på netto finansielle kostnader	34.788	7.591	27.098	30.778
Netto finansielle kostnader etter skatt	-110.164	-22.774	-73.264	-83.216
Årets resultat før usedvanlige poster	2.579.010	2.160.525	1.099.646	845.092
<i>Usedvanlige poster</i>				
Verdijustering av biologiske eiendeler	-370.015	653.955	39.932	-2.232.349
Sum usedvanlige poster	-370.015	653.955	39.932	-2.232.349
Skatt av usedvanlige poster	88.804	-163.489	-10.782	602.734
Total resultat av usedvanlige poster etter skatt	-281.211	490.466	29.150	-1.629.615
RESULTAT	2.297.799	2.650.991	1.128.796	-784.523
Beregning av skatt				
Marginal skattesats	0,24	0,25	0,27	0,27
Rapportert skatt	-558.402	-691.090	-254.891	-413.364
Skatt på usedvanlige poster	88.804	-163.489	-10.782	602.734
Rapportert skatt fratrukket skatt på usedvanlige poster	-647.206	-527.601	-244.109	-1.016.098
Skatteskjold	34.788	7.591	27.098	30.778
Skatt på driftsaktiver	-681.994	-535.193	-271.207	-1.046.877

REFORMULERT BALANSE SalMar (tall i NOK 1000)	2017	2016	2015	2014
Langsiktige driftsaktiver				
Konsesjoner, patenter og lignende	2.478.510	2.464.332	2.466.171	2.451.271
Goodwill	446.465	446.465	447.372	447.372
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	1.030.052	882.066	617.182	489.496
Maskiner, anlegg og driftsløsøre	2.314.523	1.981.840	1.554.914	1.336.126
Skip, transportmidler og lignende	260.195	273.616	239.863	191.953
Investeringer i tilknyttede selskap	1.023.796	908.400	627.681	523.711
Andre fordringer	55.284	49.949	6.840	13.403
Pensjonsmidler	1.379	1.379	1.397	1.592
Kortfristede driftsaktiver				
Biologiske aktiver	4.135.523	4.997.001	3.306.052	3.114.684
Andre varer	259.050	224.783	328.216	206.454
Kundefordringer	501.112	595.773	1.073.828	1.180.863
SUM DRIFTSAKTIVER	12.505.889	12.825.604	10.669.516	9.956.925
Langsiktige driftsforpliktelser				
Utsatt skatt	1.362.222	1.495.301	1.230.815	1.262.594
Pensjonsforpliktelser				
Kortsiktige driftsforpliktelser				
Leverandørgjeld	1.248.975	1.199.402	649.274	409.485
Betalbar skatt	429.582	423.223	292.320	321.839
Skyldige offentlige avgifter	170.716	189.136	153.262	143.757
Annen kortsiktig gjeld	404.125	775.622	488.996	381.226
SUM DRIFTSFORPLIKTELSE	3.615.620	4.082.684	2.814.667	2.518.901
NETTO DRIFTSAKTIVER (NDA)	8.890.269	9.044.999	7.854.849	7.438.024
Finansielle forpliktelser				
Gjeld til kreditinstitusjoner (kortsiktet)	243.633	198.613	140.422	276.667
Leasinggjeld	344.972	360.556	390.035	411.388
Gjeld til kreditinstitusjoner (langsiktet)	811.027	2.079.001	2.371.338	1.780.174
SUM FINANSIELLE FORPLIKTELSE	1.399.632	2.638.170	2.901.795	2.468.229
Finansielle aktiver				
Investeringer i aksjer og andeler	393	289	289	519
Bankinnskudd, kontanter og lignende	177.098	273.715	273.696	166.963
SUM FINANSIELLE AKTIVER	177.491	274.004	273.985	167.482
NETTO FINANSIELLE FORPLIKTELSE	1.222.141	2.364.166	2.627.810	2.300.747
MINORITETSINTERESSER	88.069	82.432	79.684	60.622
EGENKAPITAL TIL EIERE	7.580.059	6.598.401	5.147.355	5.076.655
SAMLET FINANSIERING	8.890.269	9.044.999	7.854.849	7.438.024

1.2 Reformulert regnskab MOWI

Reformulert Resultatoppgjørelse Mowi (beløp i NOK millioner)	2017	2016	2015	2014
Nettoomsætning og andre inntekter	35.910,10	32.098,32	28.460,72	25.531,30
Sum core driftsinntekter	35.910,10	32.098,32	28.460,72	25.531,30
Andel resultat fra tilknyttede virksomheter	331,61	572,43	213,98	149,50
Sum core driftsinntekt ink. tilknyttede selskaper	36.241,70	32.670,76	28.674,70	25.680,80
Materialkostnader	-16.614,84	-16.296,97	-16.188,15	-13.677,40
Lønns- og personalkostnader	-4.702,54	-4.023,49	-3.905,53	-3.320,90
Andre operative utgifter	-5.461,20	-4.320,68	-4.052,75	-3.350,00
Sum core driftskostnader	-26.778,58	-24.641,15	-24.146,44	-20.348,30
EBITDA	9.463,13	8.029,61	4.528,26	5.332,50
Avskrivninger og amortiseringer	-1.479,94	-1.303,06	-1.278,37	-966,80
Core driftsresultat før skatt (EBIT)	7.983,19	6.726,55	3.249,88	4.365,70
Skatt på drift	-716,41	-1.956,65	-1.097,85	-1.529,52
Core driftsresultat etter skatt (NOPAT)	7.266,78	4.769,90	2.152,04	2.836,18
<i>Finansielle poster</i>				
Rentekostnader	-459,53	-442,58	-425,21	-544,60
Netto valutaeffekt	-86,59	245,98	38,41	-388,40
Andre finansielle elementer	917,09	-1.924,88	-483,73	-1.213,70
Sum netto finansielle kostnader før skatt	370,97	-2.121,48	-870,54	-2.146,70
Skatt på netto finansielle kostnader	88,03	530,37	235,05	579,61
Netto finansielle kostnader etter skatt	459,00	-1.591,11	-635,49	-1.567,09
Årets resultat før usedvanlige poster	7.725,78	3.178,79	1.516,55	1.269,09
<i>Usedvanlige poster</i>				
Fair value oppjustering på høstet fisk	-3.348,55	-7.951,88	-4.184,43	-5.518,60
Verdijustering biologiske eiendeler	3.050,40	11.483,41	4.276,79	5.007,70
Avsetning på tapskontrakter	1.178,83	-993,99	-6,40	23,70
Restruktureringskostnader	-24,60	-49,38	-138,99	-52,90
Andre ikke-operative elementer	2,95	11,89	21,95	-168,20
Nedskrivninger	-1.021,39	-161,85	-62,18	-24,70
Sum usedvanlige poster	-162,36	2.338,20	-93,27	-733,00
Skatt av usedvanlige poster	38,97	-584,55	25,18	197,91
Total resultat av usedvanlige poster etter skatt	-123,39	1.753,65	-68,09	-535,09
RESULTAT	7.602,38	4.932,44	1.448,46	734,00
Beregning av skatt				
Marginal skattesats	0,24	0,25	0,27	0,27
Rapportert skatt	-589,42	-2.010,83	-837,62	-752,00
Skatt på usedvanlige poster	38,97	-584,55	25,18	197,91
Rapportert skatt fratrasket skatt på usedvanlige poster	-628,38	-1.426,28	-862,80	-949,91
Skatteskjold	88,03	530,37	235,05	579,61
Skatt på driftsaktiver	-716,41	-1.956,65	-1.097,85	-1.529,52

REFORMULERT BALANSE Mowi (beløp i NOK millioner)	2017	2016	2015	2014
Langsiktige driftsaktiver				
Goodwill	2.515,10	2.450,67	2.484,70	2.416,90
Lisenser	6.053,57	6.988,99	7.163,80	6.514,90
Andre immaterielle eiendeler	256,82	296,28	265,00	166,50
Eiendom, anlegg og utstyr	10.653,77	9.218,37	9.246,40	8.257,20
Investeringer i tilknyttede virksomheter	1.679,69	1.600,25	1.188,80	978,20
Andre langsiktige fordringer	28,54	45,72	20,50	14,50
Utsatt skattefordel	128,90	23,78	110,30	147,30
Kortfristede driftsaktiver				
Varelagre	3.019,90	2.269,62	2.664,50	2.400,80
Biologiske eiendeler	11.812,92	14.391,30	10.939,60	10.014,00
Kundefordringer	4.699,58	4.553,86	3.926,20	3.360,20
Andre kortsiktige fordringer	975,14	1.031,48	1.260,30	883,40
Andre kortsiktige finansielle eiendeler	70,85	129,85	280,20	227,10
Eiendeler holdt for salg	4,92	32,01	17,40	19,00
SUM DRIFSAKTIVER	41.899,70	43.032,16	39.567,70	35.400,00
Langsiktige driftsforpliktelser				
Annen langsiktig finansielle forpliktelser	746,86	4.019,83	2.010,50	2.218,60
Annen langsiktige forpliktelser	118,08	105,16	114,80	115,90
Kortsiktige driftsforpliktelser				
Annen kortsiktig finansielle forpliktelser	903,31	835,79	940,30	810,40
Annen kortsiktige forpliktelser	1.933,56	1.644,15	1.450,90	1.794,20
Provisjoner	92,50	1.405,48	440,40	507,70
Betalbar skatt	893,47	1.303,98	696,30	525,20
Leverandørgjeld	2.764,06	2.519,25	2.379,70	2.039,20
Forpliktelser holdt for salg				
SUM DRIFTSFORPLIKTELSE	7.451,83	11.833,64	8.032,90	8.011,20
NETTO DRIFSAKTIVER (NDA)	34.447,87	31.200,35	31.534,80	27.388,80
Finansielle forpliktelser				
Langsiktig rentebærende gjeld	7.609,27	9.083,95	10.279,50	10.669,10
Kortsiktig rentebærende gjeld	1.282,15	0,91	1,50	7,00
Utsatt skatteforpliktelse	3.482,38	4.146,94	3.759,30	3.568,90
Sum finansielle forpliktelser	12.373,80	13.231,80	14.040,30	14.245,00
Finansielle aktiver				
Andre aksjer	3,94	3,66	4,00	166,10
Kontanter og kontantekvivalenter	123,98	145,39	111,70	213,10
Bankinnskudd	581,54	804,70	577,00	1.195,20
Sum finansielle aktiver	709,46	953,75	692,70	1.574,40
NETTO FINANSIELLE FORPLIKTELSE	11.664,34	12.278,05	13.347,60	12.670,60
MINIORITETSINTERESSER	11,81	8,23	8,90	16,00
EGENKAPITAL TILORDNET EIERE AV MHG	22.771,73	18.914,07	18.178,30	14.702,20
SAMLET FINANSIERING	34.447,87	31.200,35	31.534,80	27.388,80

1.3 Reformulert regnskab Grieg Seafood

Reformulert Resultatoppgjørelse GSF (beløp i NOK 1000)	2017	2016	2015	2014
Nettoomsættning	7.017.456	6.545.187	4.608.667	4.099.543
Andre inntekter	21.771	41.019	44.921	2.819
Sum core driftsinntekter	7.039.227	6.586.206	4.653.588	4.102.362
Andel resultat fra tilknyttede selskaper	-550	569	6.994	3.576
Sum core driftsinntekt ink. tilknyttede selskaper	7.038.677	6.586.775	4.660.582	4.105.938
Varekostnader	-3.724.200	-3.287.159	-2.738.926	-2.293.279
Lønns- og personalkostnader	-482.827	-483.473	-409.432	-359.529
Andre driftskostnader	-1.724.604	-1.491.867	-1.235.695	-1.028.434
Sum core driftskostnader	-5.931.631	-5.262.499	-4.384.053	-3.681.242
EBITDA	1.107.046	1.324.276	276.529	424.696
Avskrivninger varige driftsmidler	-196.237	-175.352	-162.211	-135.495
Avskrivninger konsesjoner og andre immaterielle	-4.895	-5.036	-5.163	-5.222
Core driftsresultat før skatt (EBIT)	905.914	1.143.888	109.155	283.979
Skatt på drift	-223.365	-234.268	-18.384	-57.808
Core driftsresultat etter skatt (NOPAT)	682.549	909.620	90.771	226.171
<i>Finansielle poster</i>				
Andel resultat fra tilknyttede selskaper	-	12.083	3.142	2.865
Finansinntekter	42.333	20.479	38.056	57.245
Finansomkostninger	-56.789	-155.213	-131.357	-107.521
Sum netto finansielle kostnader før skatt	-14.456	-122.651	-90.159	-47.411
Skatt på netto finansielle kostnader	3.469	30.663	24.343	12.801
Netto finansielle kostnader etter skatt	-10.987	-91.988	-65.816	-34.610
Årets resultat før usedvanlige poster	671.563	817.632	24.955	191.561
<i>Usedvanlige poster</i>				
Andre gevinster/tap	-1.514	17.386	-15.218	59.122
Nedskrivning av varige og immaterielle eiendeler	-	6.472	-46.195	-
Verdijustering biologiske eiendeler	-91.463	515.741	33.209	-123.737
Sum usedvanlige poster	-92.977	539.599	-28.204	-64.615
Skatt av usedvanlige poster	22.314	-134.900	7.615	17.446
Total resultat av usedvanlige poster etter skatt	-70.663	404.699	-20.589	-47.169
RESULTAT	600.900	1.222.331	4.366	144.392
Beregning av skatt	2017	2016	2015	2014
Marginal skattesats	0,24	0,25	0,27	0,27
Resultatført skatt	-197.581	-338.505	13.574	-27.561
Skatt på usedvanlige poster	22.314	-134.900	7.615	17.446
Rapportert skatt fratrullet skatt på usedvanlige poster	-219.895	-203.605	5.959	-45.007
Skatteskjold	3.469	30.663	24.343	12.801
Skatt på driftsaktiviteter	-223.365	-234.268	-18.384	-57.808

REFORMULERT BALANSE GSF (tall i NOK 1000)	2017	2016	2015	2014
Langsiktige driftsaktiver				
Goodwill	109.038	108.595	110.647	108.708
Konsensjoner	1.068.552	1.060.622	1.093.338	1.066.184
Andre immaterielle aktiver	18.384	17.598	16.993	11.517
Varige driftsmidler	1.871.804	1.510.379	1.534.770	1.424.952
Investeringer i tilknyttede selskaper	9.450	-	25.947	22.379
Utskutt skattefordel	3.574	-	10.317	2.180
Andre langsiktige fordringer	167	4.167	2.667	67
Kortfristede driftsaktiver				
Varelager	92.262	89.164	90.867	91.016
Biologiske aktiver	2.698.352	2.459.625	1.929.115	1.844.097
Kundefordringer	761.407	800.591	581.904	504.110
Andre kortsiktige fordringer	198.527	163.246	145.767	93.371
SUM DRIFTSAKTIVER	6.831.517	6.213.987	5.634.505	5.250.572
Langsiktige driftsforpliktelser				
Pensjonsforpliktelser	-	-	109	198
Utskutte skatteforpliktelser	721.689	674.684	539.040	560.320
Kortsiktige driftsforpliktelser				
Leverandørgjeld	585.378	493.534	653.083	360.358
Betalbar skatt	157.244	172.057	24.545	56.975
Skylding lønn og offentlige avgifter	16.486	48.819	12.134	14.232
Annen kortsiktig gjeld	212.717	222.213	122.795	131.515
SUM DRIFTSFORPLIKTELSE	1.693.514	1.611.307	1.351.706	1.123.598
NETTO DRIFTSAKTIVER (NDA)	5.138.003	4.602.680	4.282.799	4.126.974
Finansielle forpliktelser				
Kontantopsjoner (langsiktig)	8.848	11.360	4.389	2.334
Lån	1.191.688	979.874	1.518.264	958.828
Kortsiktig del av langsiktig lån	98.873	98.490	101.922	487.664
Factoring gjeld	500.976	502.535	338.231	195.560
Kontantopsjoner (kortsiktig)	6.746	-	1.250	929
Derivater og andre finansielle instrumenter	28.462	23.990	27.104	27.932
Annen langsiktig gjeld	15.353	15.963	21.425	23.640
Forpliktelser finansielle leiekontrakter	201.899	250.452	272.968	236.430
Kortsiktig del av finansielle leiekontrakter	58.353	67.116	61.008	53.231
SUM FINANSIELLE FORPLIKTELSE	2.111.198	1.949.780	2.346.561	1.986.548
Finansielle aktiver				
Derivater og andre finansielle instrumenter	48.232	48.994	-	-
Kontanter og kontantekvivalenter	271.715	503.613	299.847	99.507
Finansielle aktiver tilgjengelig for salg	1.150	1.445	1.426	1.518
SUM FINANSIELLE AKTIVER	321.097	554.052	301.273	101.025
NETTO FINANSIELLE FORPLIKTELSE	1.790.101	1.395.728	2.045.288	1.885.523
MINORITETSINTERESSER	43.541	56.270	30.349	19.357
ORDINÆR EGENKAPITAL	3.304.364	3.150.681	2.207.162	2.222.094
SAMLET FINANSIERING	5.138.003	4.602.680	4.282.799	4.126.974

1.4 Reformulert regnskab Lerøy Seafood

Reformulert Resultatoppgjørelse Lerøy (beløp i 1000 NOK)	2017	2016	2015	2014
Nettoomsætning	18.623.515	17.269.278	13.450.725	12.579.465
Sum core driftsinntekter	18.623.515	17.269.278	13.450.725	12.579.465
Andel resultat fra tilknyttede virksomheter	302.651	262.783	61.376	91.393
Sum core driftsinntekt ink. tilknyttede selskaper	18.926.166	17.532.061	13.512.101	12.670.858
Varekjøp	-9.916.876	-10.561.407	-9.278.374	-8.450.392
Endring i varelager	-262.665	296.387	465.960	447.053
Lønns- og personalkostnader	-2.438.259	-1.785.537	-1.411.024	-1.270.880
Andre driftskostnader	-2.227.105	-1.864.088	-1.447.625	-1.262.518
Sum core driftskostnader	-14.844.905	-13.914.645	-11.671.063	-10.536.737
EBITDA	4.081.261	3.617.416	1.841.038	2.134.121
Avskrivninger	-583.265	-511.621	-433.916	-369.480
Core driftsresultat før skatt (EBIT)	3.497.996	3.105.795	1.407.122	1.764.641
Skatt på drift	-807.150	-591.809	-242.850	-418.519
Core driftsresultat etter skatt (NOPAT)	2.690.846	2.513.986	1.164.272	1.346.122
<i>Finansielle poster</i>				
Netto finansposter	-209.623	-131.491	-128.728	-119.790
Sum netto finansielle kostnader før skatt	-209.623	-131.491	-128.728	-119.790
Skatt på netto finansielle kostnader	50.310	32.873	34.757	32.343
Netto finansielle kostnader etter skatt	-159.313	-98.618	-93.971	-87.447
Årets resultat før usedvanlige poster	2.531.532	2.415.368	1.070.301	1.258.676
<i>Usedvanlige poster</i>				
Nedskrivninger		-	-	-1.982
Verdijustering biologiske eiendeler	-1.716.309	1.470.561	188.508	-327.414
Andre gevinster og tap	-3.927	457	34.206	117.409
Sum usedvanlige poster	-1.720.236	1.471.018	222.714	-211.987
Skatt av usedvanlige poster	412.857	-367.755	-60.133	57.236
Total resultat av usedvanlige poster etter skatt	-1.307.379	1.103.264	162.581	-154.751
RESULTAT	1.224.153	3.518.631	1.232.882	1.103.925
Beregning av skatt				
	2017	2016	2015	2014
Marginal skattesats	0,24	0,25	0,27	0,27
Rapportert skatt	-343.984	-926.691	-268.226	-328.939
Skatt på usedvanlige poster	412.857	-367.755	-60.133	57.236
Rapportert skatt fratrukket skatt på usedvanlige poster	-756.841	-558.937	-208.093	-386.175
Skatteskjold	50.310	32.873	34.757	32.343
Skatt på driftsaktiver	-807.150	-591.809	-242.850	-418.519

REFORMULERT BALANSE LERØY (tall i NOK 1000)	2017	2016	2015	2014
Langsiktige driftsaktiver				
Utskutt skattefordel	28.852	31.059	41.536	42.263
Konsesjoner, rettigheter, goodwill	8.019.627	8.018.448	4.349.916	4.234.391
Bygninger, tomter, driftsmidler	5.148.271	4.209.108	2.899.633	2.676.716
Aksjer i tilknyttede selskaper	960.587	730.875	670.952	566.965
Langsikte fordringer	122.836	76.679	17.246	32.263
Kortfristede driftsaktiver				
Biologiske aktiver	4.458.095	6.418.313	4.320.830	3.681.993
Andre varer	991.186	721.803	552.065	524.947
Kundefordringer	1.972.438	2.209.281	1.568.820	1.427.796
Andre fordringer	436.590	421.302	307.798	302.692
SUM DRIFTSAKTIVER	22.138.482	22.836.868	14.728.796	13.490.026
Langsiktige driftsforpliktelser				
Andre forpliktelser	96.202	121.958	126.674	131.980
Pensjonsforpliktelser	3.113	5.219	3.765	6.878
Utsatt skatteforpliktelse	2.313.950	2.802.271	1.567.973	1.531.262
Kortsiktige driftsforpliktelser				
Leverandørgjeld	1.310.098	1.366.634	915.981	1.053.524
Kortsiktige kreditorer	830.009	1.094.089	1.465.144	469.276
Skyldige offentlige avgifter m.v.	233.982	263.991	123.457	70.073
Betalbar skatt	819.884	477.842	200.151	335.062
Annen kortsiktig gjeld	622.498	929.880	439.383	413.595
SUM DRIFTSFORPLIKTELSE	6.229.736	7.061.884	4.842.528	4.011.650
NETTO DRIFTSAKTIVER (NDA)				
	15908746	15774984	9886268	9478376
Finansielle forpliktelser				
Langsiktig rentebærende gjeld	4.946.254	4.541.276	2.377.123	2.767.118
Annen langsiktig gjeld				
SUM FINANSIELLE FORPLIKTELSE	4.946.254	4.541.276	2.377.123	2.767.118
Finansielle aktiver				
Kontanter og kontantekvivalenter	3.514.096	2.233.700	1.247.614	1.360.272
Aksjer tilgjengelig for salg	5.534	8.019	7.293	8.066
SUM FINANSIELLE AKTIVER	3.519.630	2.241.719	1.254.907	1.368.338
NETTO FINANSIELLE FORPLIKTELSE	1.426.624	2.299.557	1.122.216	1.398.780
MINORITETSINTERESSER	874.828	935.478	878.357	817.282
EGENKAPITAL TIL EIERE	13.607.294	12.539.948	7.885.695	7.262.314
SAMLET FINANSIERING	15.908.746	15.774.984	9.886.268	9.478.376

1.5 Reformulert regnskab Norway Royal Salmon

Reformulert Resultatoppgjørelse NRS (beløp i 1000 NOK)	2017	2016	2015	2014
Nettoomsætning	4.937.798	4.224.340	3.210.548	2.599.799
Sum core driftsinntekter	4.937.798	4.224.340	3.210.548	2.599.799
Andel resultat fra tilknyttede virksomheter	52.657	71.865	22.754	27.136
Sum core driftsinntekt ink. tilknyttede selskaper	4.990.455	4.296.205	3.233.302	2.626.935
Varekjøp	-3.889.102	-3.230.927	-2.707.071	-2.175.278
Lønnskostnad	-138.596	-155.468	-113.268	-104.557
Andre driftskostnader	-200.178	-136.269	-134.618	-120.488
Sum core driftskostnader	-4.227.876	-3.522.664	-2.954.957	-2.400.323
EBITDA	762.579	773.541	278.345	226.612
Avskrivninger	-82.063	-61.063	-53.697	-41.412
Core driftsresultat før skatt (EBIT)	680.516	712.478	224.648	185.200
Skatt på drift	-172.081	-52.721	-20.231	-15.835
Core driftsresultat etter skatt (NOPAT)	508.435	659.757	204.417	169.365
<i>Finansielle poster</i>				
Renteinntekt		1.803	882	935
Annen finansinntekt		165	26	418
Rentekostnad	-19.568	-18.020	-24.859	-22.434
Annen finanskostnad	-1.303	-1.277	-2.436	-1.130
Sum netto finansielle kostnader før skatt	-20.871	-17.329	-26.387	-22.211
Skatt på netto finansielle kostnader	5.009	4.332	7.124	5.997
Netto finansielle kostnader etter skatt	-15.862	-12.997	-19.263	-16.214
Årets resultat før usedvanlige poster	492.573	646.760	185.154	153.151
<i>Usedvanlige poster</i>				
Tap/Gevinst av finansielle eiendeler	-142.252	313.121	47.404	100.262
Virkelig verdijustering	-194.799	164.151	24.416	57.456
Sum usedvanlige poster	-337.051	477.272	71.820	157.718
Skatt av usedvanlige poster	80.892	-119.318	-19.391	-42.584
Total resultat av usedvanlige poster etter skatt	-256.159	357.954	52.429	115.134
RESULTAT	236.414	1.004.714	237.583	268.285
Beregning av skatt	2017	2016	2015	2014
Marginal skattesats	0,24	0,25	0,27	0,27
Rapportert skatt	-86.180	-167.707	-32.498	-52.422
Skatt på usedvanlige poster	80.892	-119.318	-19.391	-42.584
Rapportert skatt fratrullet skatt på usedvanlige poster	-167.072	-48.389	-13.107	-9.838
Skatteskjold	5.009	4.332	7.124	5.997
Skatt på driftsaktiver	-172.081	-52.721	-20.231	-15.835

REFORMULERT BALANSE Norway Royal Salmon (tall i NOK 1000)	2017	2016	2015	2014
Langsiktige driftsaktiver				
Konsesjoner	648.887	648.887	648.887	648.887
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	30.624	19.579	12.866	12.746
Maskiner og anlegg	224.770	182.110	175.233	164.139
Båter og flytende anlegg	270.845	197.285	157.106	105.299
Andre driftsmidler	17.767	18.521	12.742	6.868
Investering i tilknyttet selskap	580.510	531.504	169.991	150.155
Andre langsiktige fordringer	32.640	16.000	20.000	3.000
Kortfristede driftsaktiver				
Biologiske aktiver	1.177.678	1.205.399	829.928	808.674
Kundefordringer	546.082	478.214	500.689	421.691
Varelager	99.326	101.635	40.630	40.270
Andre kortsiktede fordringer	73.888	244.596	100.438	174.344
SUM DRIFTSAKTIVER	3.703.017	3.643.730	2.668.510	2.536.073
Langsiktige driftsforpliktelser				
Utsatt skatt	364.557	394.786	303.485	272.742
Pensjonsforpliktelser	16.728	11.383	12.480	18.733
Kortsiktige driftsforpliktelser				
Leverandørgjeld	549.526	646.515	530.430	426.331
Betalbar skatt	113.485	79.350	3.180	2.031
Annen kortsiktig gjeld	155.980	182.916	134.271	164.842
SUM DRIFTSFORPLIKTELSE	1.200.276	1.314.950	983.846	884.679
NETTO DRIFTSAKTIVER (NDA)	2.502.742	2.328.781	1.684.664	1.651.394
Finansielle forpliktelser				
Langsiktig rentebærende gjeld	461.241	303.781	653.361	518.788
Kortsiktig rentebærende gjeld	342.617	47.635	46.519	182.089
SUM FINANSIELLE FORPLIKTELSE	803.858	351.416	699.880	700.877
Finansielle aktiver				
Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg	367	395	395	1.895
Konter og kontantekvivalenter	151.779	69.257	201.339	61.494
SUM FINANSIELLE AKTIVER	152.146	69.652	201.734	63.389
NETTO FINANSIELLE FORPLIKTELSE	651.712	281.764	498.146	637.488
MINORITETSINTERESSER	37.762	33.034	72.730	64.781
EGENKAPITAL TIL EIERE	1.813.268	2.013.983	1.113.788	949.125
SAMLET FINANSIERING	2.502.742	2.328.781	1.684.664	1.651.394

2.0 Rentabilitetsanalyse

2.1 Formler til nøkkeltallsanalyse

$$ROIC = \frac{\text{Samlet driftsoverskudd}}{\text{Gns.netto driftsaktiver}}$$

$$ROE = (ROIC + (FGEAR * (ROIC - r)))$$

$$FGEAR = \frac{\text{Gns.netto finansielle forpliktelser}}{\text{Gns.ordinær egenkapital}}$$

$$r = \frac{\text{Netto finansielle omkostninger}}{\text{Gns.netto finansielle forpliktelser}}$$

$$SPREAD = ROIC - r$$

$$AOH = \frac{\text{Nettoomsetning}}{\text{Gns.netto driftsaktiver}}$$

$$OG = \frac{\text{Samlet driftsoverskudd}}{\text{Nettoomsetning}}$$

2.2 Sammendrag av reformulering og nøkkeltallsanalyse SalMar

Sammendragen reformulert resultatoppgjørelse SalMar (i 1000 NOK)	2017	2016	2015	2014
Sum core nettoomsetning	11.026.179	9.316.658	7.366.444	7.282.023
Sum core driftskostnader	-7.236.399	-6.240.147	-5.600.878	-5.028.675
Core EBITDA	3.789.780	3.076.511	1.765.566	2.253.348
Avskrivninger og nedskrivninger	-418.612	-358.020	-321.449	-278.164
Core driftsresultat før skatt (EBIT)	3.371.168	2.718.491	1.444.117	1.975.184
Skatt på EBIT	-681.994	-535.193	-271.207	-1.046.877
Core NOPAT	2.689.174	2.183.299	1.172.910	928.307
Usedvanlige poster etter skatt	-281.211	490.466	29.150	-1.629.615
Samlet driftsoverskudd	2.407.963	2.673.765	1.202.060	-701.307
Core netto finansielle omkostninger i alt	-110.164	-22.774	-73.264	-83.216
Årets totalresultat	2.297.799	2.650.991	1.128.796	-784.523

Sammendragen reformulert balanse SalMar (i 1000 NOK)	2017	2016	2015	2014
Sum driftsaktiver	12.505.889	12.825.604	10.669.516	9.956.925
Sum driftsforpliktelser	3.615.620	4.082.684	2.814.667	2.518.901
Netto driftsaktiver	8.890.269	9.044.999	7.854.849	7.438.024
Ordinær egenkapital	7.580.059	6.598.401	5.147.355	5.076.655
Minoritetsinteresser	88.069	82.432	79.684	60.622
Netto finansielle forpliktelser	1.222.141	2.364.166	2.627.810	2.300.747
Samlet finansiering	8.890.269	9.044.999	7.854.849	7.438.024

Nivå 1: Dekomponering av ROE	2017	2016	2015	2014
ROE	32,09%	44,70%	21,87%	-15,61%
ROIC	26,85%	31,64%	15,72%	-9,83%
FGEAR	0,25	0,43	0,48	0,42
r	6,14%	0,91%	2,97%	4,09%
SPREAD	20,71%	30,73%	12,75%	-13,91%

Nivå 2: Dekomponering av ROIC	2017	2016	2015	2014
ROIC	26,85%	31,64%	15,72%	-9,83%
OG	21,84%	28,70%	16,32%	-9,63%
AOH	1,230	1,103	0,963	1,021
1/AOH	0,813	0,907	1,038	0,980

Nivå 3: Analyse av OG	2017	2016	2015	2014
Nettoomsetning	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Driftsomkostninger	-65,63%	-66,98%	-76,03%	-69,06%
EBITDA-margin	34,37%	33,02%	23,97%	30,94%
Avskrivninger	-3,80%	-3,84%	-4,36%	-3,82%
EBIT-margin	30,57%	29,18%	19,60%	27,12%
Skatt på EBIT	-6,19%	-5,74%	-3,68%	-14,38%
NOPAT-margin	24,39%	23,43%	15,92%	12,75%
Usedvanlige poster etter skatt	-2,55%	5,26%	0,40%	-22,38%
Samlet OG	21,84%	28,70%	16,32%	-9,63%

2.3 Sammendrag av reformulering og nøkkeltallsanalyse MOWI

Sammendragen reformulert resultatoppgjørelse Mowi (beløp i NOK millioi)	2017	2016	2015	2014
Sum core nettoomsetning	36.241,70	32.670,76	28.674,70	25.680,80
Sum core driftskostnader	-26.778,58	-24.641,15	-24.146,44	-20.348,30
Core EBITDA	9.463,13	8.029,61	4.528,26	5.332,50
Avskrivninger og amortiseringer	-1.479,94	-1.303,06	-1.278,37	-966,80
Core driftsresultat før skatt (EBIT)	7.983,19	6.726,55	3.249,88	4.365,70
Skatt på EBIT	-716,41	-1.956,65	-1.097,85	-1.529,52
Core NOPAT	7.266,78	4.769,90	2.152,04	2.836,18
Usedvanlige poster etter skatt	-123,39	1.753,65	-68,09	-535,09
Samlet driftsoverskudd	7.143,38	6.523,54	2.083,95	2.301,09
Core netto finansielle omkostninger i alt	459,00	-1.591,11	-635,49	-1.567,09
Årets totalresultat	7.602,38	4.932,44	1.448,46	734,00

Sammendragen reformulert balanse Mowi (beløp i NOK millioner)	2017	2016	2015	2014
Sum driftsaktiver	41.899,70	43.032,16	39.567,70	35.400,00
Sum driftsforpliktelser	7.451,83	11.833,64	8.032,90	8.011,20
Netto driftsaktiver	34.447,87	31.198,52	31.534,80	27.388,80
Ordinær egenkapital	22.771,73	18.914,07	18.178,30	14.702,20
Minoritetsinteresser	11,81	8,23	8,90	16,00
Netto finansielle forpliktelser	11.664,34	12.278,05	13.347,60	12.670,60
Samlet finansiering	34.447,87	31.200,35	31.534,80	27.388,80

Nivå 1: Dekomponering av ROE	2017	2016	2015	2014
ROE	36,47%	26,59%	8,81%	4,72%
ROIC	21,76%	20,80%	7,07%	8,40%
FGEAR	0,57	0,69	0,79	0,76
r	-3,83%	12,42%	4,88%	13,23%
SPREAD	25,60%	8,38%	2,19%	-4,82%

Nivå 2: Dekomponering av ROIC	2017	2016	2015	2014
ROIC	21,76%	20,80%	7,07%	8,40%
OG	19,71%	19,97%	7,27%	8,96%
AOH	1,104	1,042	0,973	0,938
1/AOH	0,906	0,960	1,027	1,066

Nivå 3: Analyse av OG	2017	2016	2015	2014
Nettoomsetning	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Driftsomkostninger	-73,89%	-75,42%	-84,21%	-79,24%
EBITDA-margin	26,11%	24,58%	15,79%	20,76%
Avskrivninger	-4,08%	-3,99%	-4,46%	-3,76%
EBIT-margin	22,03%	20,59%	11,33%	17,00%
Skatt på EBIT	-1,98%	-5,99%	-3,83%	-5,96%
NOPAT-margin	20,05%	14,60%	7,51%	11,04%
Usedvanlige poster etter skatt	-0,34%	5,37%	-0,24%	-2,08%
Samlet OG	19,71%	19,97%	7,27%	8,96%

2.4 Sammendrag av reformulering og nøkkeltallsanalyse Grieg Seafood

Sammendragen reformulert resultatoppgjørelse GSF (i 1000 NO	2017	2016	2015	2014
Sum core nettoomsetning	7.038.677	6.586.775	4.660.582	4.105.938
Sum core driftskostnader	-5.931.631	-5.262.499	-4.384.053	-3.681.242
Core EBITDA	1.107.046	1.324.276	276.529	424.696
Avskrivninger	-201.132	-180.388	-167.374	-140.717
Core driftsresultat før skatt (EBIT)	905.914	1.143.888	109.155	283.979
Skatt på EBIT	-223.365	-234.268	-18.384	-57.808
Core NOPAT	682.549	909.620	90.771	226.171
Usedvanlige poster etter skatt	-70.663	404.699	-20.589	-47.169
Samlet driftsoverskudd	611.887	1.314.319	70.182	179.002
Core netto finansielle omkostninger i alt	-10.987	-91.988	-65.816	-34.610
Årets totalresultat	600.900	1.222.331	4.366	144.392

Sammendragen reformulert balanse GSF (i 1000 NOK)	2016	2016	2015	2014
Sum driftsaktiver	6.831.517	6.213.987	5.634.505	5.250.572
Sum driftsforpliktelser	1.693.514	1.611.307	1.351.706	1.123.598
Netto driftsaktiver	5.138.003	4.602.680	4.282.799	4.126.974
Ordinær egenkapital	3.304.364	3.150.681	2.207.162	2.222.094
Minoritetsinteresser	43.541	56.270	30.349	19.357
Netto finansielle forpliktelser	1.790.101	1.395.728	2.045.288	1.885.523
Samlet finansiering	5.138.003	4.602.680	4.282.799	4.126.974

Nivå 1: Dekomponering av ROE	2017	2016	2015	2014
ROE	18,42%	45,15%	0,178%	6,837%
ROIC	12,56%	29,58%	1,67%	4,68%
FGEAR	0,49	0,64	0,89	0,81
r	0,69%	5,35%	3,35%	2,03%
SPREAD	11,87%	24,24%	-1,68%	2,66%

Nivå 2: Dekomponering av ROIC	2017	2016	2015	2014
ROIC	12,56%	29,58%	1,67%	4,68%
OG	8,69%	19,95%	1,51%	4,36%
AOH	1,445	1,483	1,108	1,074
1/AOH	0,692	0,674	0,902	0,931

Nivå 3: Analyse av OG	2017	2016	2015	2014
Nettoomsetning	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Driftsomkostninger	-84,27%	-79,89%	-94,07%	-89,66%
EBITDA-margin	15,73%	20,11%	5,93%	10,34%
Avskrivninger	-2,86%	-2,74%	-3,59%	-3,43%
EBIT-margin	12,87%	17,37%	2,34%	6,92%
Skatt på EBIT	-3,17%	-3,56%	-0,39%	-1,41%
NOPAT-margin	9,70%	13,81%	1,95%	5,51%
Usedvanlige poster etter skatt	-1,00%	6,14%	-0,44%	-1,15%
Samlet OG	8,69%	19,95%	1,51%	4,36%

2.5 Sammendrag av reformulering og nøkkeltallsanalyse Lerøy Seafood

Sammendragen reformulert resultatoppgjørelse Lerøy (i 1000 NO	2017	2016	2015	2014
Sum core nettoomsætning	18.926.166	17.532.061	13.512.101	12.670.858
Sum core driftskostnader	-14.844.905	-13.914.645	-11.671.063	-10.536.737
Core EBITDA	4.081.261	3.617.416	1.841.038	2.134.121
Avskrivninger	-583.265	-511.621	-433.916	-369.480
Core driftsresultat før skatt (EBIT)	3.497.996	3.105.795	1.407.122	1.764.641
Skatt på EBIT	-807.150	-591.809	-242.850	-418.519
Core NOPAT	2.690.846	2.513.986	1.164.272	1.346.122
Usedvanlige poster etter skatt	-1.307.379	1.103.264	162.581	-154.751
Samlet driftsoverskudd	1.383.466	3.617.249	1.326.853	1.191.372
Core netto finansielle omkostninger i alt	-159.313	-98.618	-93.971	-87.447
Årets totalresultat	1.224.153	3.518.631	1.232.882	1.103.925
Sammendragen reformulert balanse Lerøy (i 1000 NOK)	2016	2015	2014	
Sum driftsaktiver	22.138.482	22.836.868	14.728.796	13.490.026
Sum driftsforpliktelser	6.229.736	7.061.884	4.842.528	4.011.650
Netto driftsaktiver	15.908.746	15.774.984	9.886.268	9.478.376
Ordinær egenkapital	13.607.294	12.539.948	7.885.695	7.262.314
Minoritetsinteresser	874.828	935.478	878.357	817.282
Netto finansielle forpliktelser	1.426.624	2.299.557	1.122.216	1.398.780
Samlet finansiering	15.908.746	15.774.984	9.886.268	9.478.376
Nivå 1: Dekomponering av ROE	2017	2016	2015	2014
ROE	8,76%	31,95%	14,744%	14,271%
ROIC	8,73%	28,19%	13,70%	12,88%
FGEAR	0,14	0,17	0,17	0,21
r	8,55%	5,76%	7,46%	6,08%
SPREAD	0,18%	22,43%	6,25%	6,80%
Nivå 2: Dekomponering av ROIC	2017	2016	2015	2014
ROIC	8,73%	28,19%	13,70%	12,88%
OG	7,31%	20,63%	9,82%	9,40%
AOH	1,195	1,366	1,396	1,369
1/AOH	0,837	0,732	0,717	0,730
Nivå 3: Analyse av OG	2017	2016	2015	2014
Nettoomsætning	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Driftsomkostninger	-78,44%	-79,37%	-86,37%	-83,16%
EBITDA-margin	21,56%	20,63%	13,63%	16,84%
Avskrivninger	-3,08%	-2,92%	-3,21%	-2,92%
EBIT-margin	18,48%	17,71%	10,41%	13,93%
Skatt på EBIT	-4,26%	-3,38%	-1,80%	-3,30%
NOPAT-margin	14,22%	14,34%	8,62%	10,62%
Usedvanlige poster etter skatt	-6,91%	6,29%	1,20%	-1,22%
Samlet OG	7,31%	20,63%	9,82%	9,40%

2.6 Sammendrag av reformulering og nøkkeltallsanalyse Norway Royal Salmon

Sammendragen reformulert resultatoppgjørelse NRS (i 1000)	2017	2016	2015	2014
Sum core nettoomsetning	4.990.455	4.296.205	3.233.302	2.626.935
Sum core driftskostnader	-4.227.876	-3.522.664	-2.954.957	-2.400.323
Core EBITDA	762.579	773.541	278.345	226.612
Avskrivninger	-82.063	-61.063	-53.697	-41.412
Core driftsresultat før skatt (EBIT)	680.516	712.478	224.648	185.200
Skatt på EBIT	-172.081	-52.721	-20.231	-15.835
Core NOPAT	508.435	659.757	204.417	169.365
Usedvanlige poster etter skatt	-256.159	357.954	52.429	115.134
Samlet driftsoverskudd	252.276	1.017.711	256.846	284.499
Core netto finansielle omkostninger i alt	-15.862	-12.997	-19.263	-16.214
Årets totalresultat	236.414	1.004.714	237.583	268.285
Sammendragen reformulert balanse NRS (i 1000 NOK)	2017	2016	2015	2014
Sum driftsaktiver	3.703.017	3.643.730	2.668.510	2.536.073
Sum driftsforpliktelser	1.200.276	1.314.950	983.846	884.679
Netto driftsaktiver	2.502.742	2.328.781	1.684.664	1.651.394
Ordinær egenkapital	1.813.268	2.013.983	1.113.788	949.125
Minoritetsinteresser	37.762	33.034	72.730	64.781
Netto finansielle forpliktelser	651.712	281.764	498.146	637.488
Samlet finansiering	2.502.742	2.328.781	1.684.664	1.651.394
Nivå 1: Dekomponering av ROE	2017	2016	2015	2014
ROE	12,16%	62,53%	22,007%	29,129%
ROIC	10,44%	50,72%	15,40%	19,14%
FGEAR	0,24	0,25	0,55	0,62
r	3,40%	3,33%	3,39%	2,98%
SPREAD	7,04%	47,38%	12,01%	16,16%
Nivå 2: Dekomponering av ROIC	2017	2016	2015	2014
ROIC	10,44%	50,72%	15,40%	19,14%
OG	5,06%	23,69%	7,94%	10,83%
AOH	2,066	2,141	1,938	1,767
1/AOH	0,484	0,467	0,516	0,566
Nivå 3: Analyse av OG	2017	2016	2015	2014
Nettoomsetning	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Driftsomkostninger	-84,72%	-81,99%	-91,39%	-91,37%
EBITDA-margin	15,28%	18,01%	8,61%	8,63%
Avskrivninger	-1,64%	-1,42%	-1,66%	-1,58%
EBIT-margin	13,64%	16,58%	6,95%	7,05%
Skatt på EBIT	-3,45%	-1,23%	-0,63%	-0,60%
NOPAT-margin	10,19%	15,36%	6,32%	6,45%
Usedvanlige poster etter skatt	-5,13%	8,33%	1,62%	4,38%
Samlet OG	5,06%	23,69%	7,94%	10,83%

2.7 Indeksering

Indeksert resultatoppgjørelse SalMar (beløp i 1000 NOK)	2017	2016	2015	2014
Nettoomsetning	151%	128%	101%	100%
Varekjøp	142%	132%	114%	100%
Lønnskostnad	131%	121%	108%	100%
Endring i beholdning av varer (kostprinsipp)	0%	244%	152%	100%
Andre driftskostnader	139%	121%	111%	100%
Sum core driftskostnader	144%	124%	111%	100%
EBITDA	168%	137%	78%	100%
Avskrivninger av varige driftsmidler og immaterielle eiendeler	150%	130%	111%	100%
Nedskrivning av varige driftsmidler	164%	0%	591%	100%
Core driftsresultat før skatt (EBIT)	171%	138%	73%	100%
Skatt på drift	65%	51%	26%	100%
Core driftsresultat etter skatt (NOPAT)	290%	235%	126%	100%
Sum netto finansielle kostnader før skatt	127%	27%	88%	100%
Skatt på netto finansielle kostnader	113%	25%	88%	100%
Netto finansielle kostnader etter skatt	132%	27%	88%	100%
RESULTAT	305%	256%	130%	100%

2.8 Common-size analyse

Common-Size analyse av resultatoppgjørelse SalMar (beløp i 1000 NOK)	2017	2016	2015	2014
Nettoomsetning	100%	100%	100%	100%
Varekjøp	-43%	-47%	-52%	-46%
Lønnskostnad	-8%	-9%	-10%	-10%
Endring i beholdning av varer (kostprinsipp)	0%	4%	3%	2%
Andre driftskostnader	-14%	-15%	-17%	-16%
Sum core driftskostnader	-66%	-67%	-76%	-69%
EBITDA	34%	33%	24%	31%
Avskrivninger av varige driftsmidler og immaterielle eiendeler	-4%	-4%	-4%	-4%
Nedskrivning av varige driftsmidler	0%	0%	0%	0%
Core driftsresultat før skatt (EBIT)	31%	29%	20%	27%
Skatt på drift	-6%	-6%	-4%	-14%
Core driftsresultat etter skatt (NOPAT)	24%	23%	16%	13%
Sum netto finansielle kostnader før skatt	-1%	0%	-1%	-2%
Skatt på netto finansielle kostnader	0%	0%	0%	0%
Netto finansielle kostnader etter skatt	-1%	0%	-1%	-1%
RESULTAT	23%	23%	15%	12%

3.0 Likviditetsanalyse

3.1 Formler til likviditetsanalyse

$$\text{Days accounts receivables outstanding} = \frac{365}{\frac{\text{Sales}}{\text{Average accounts receivables}}}$$

$$\text{Days accounts payables outstanding} = \frac{365}{\frac{\text{Cost of goods sold}}{\text{Average payables receivables}}}$$

$$\text{Current ratio} = \frac{\text{Current assets}}{\text{Current liabilities}}$$

$$\text{Quick ratio} = \frac{\text{Current assets} - \text{inventory}}{\text{Current liabilities}}$$

$$\text{Solvency ratio} = \frac{\text{Equity}}{\text{Equity and total liabilities}}$$

$$\text{Interest coverage ratio} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Interest expenses}}$$

3.1 Days accounts payables outstanding

Days accounts payables outstanding				
	2014	2015	2016	2017
GSF	53,964	67,528	63,659	58,695
Mowi	56,999	49,817	54,860	58,033
NRS	67,896	64,501	66,480	56,125
SALM	50,601	50,721	76,736	94,618
LSG	45,633	38,739	39,443	49,260
Gjennomsnittlig	55,019	54,261	60,236	63,346

3.2 Days accounts receivables outstanding

Days accounts receivables outstanding				
	2014	2015	2016	2017
GSF	30,357	43,005	38,548	35,321
Mowi	46,831	46,723	48,215	47,027
NRS	58,534	52,432	42,291	37,858
SALM	52,522	56,340	33,995	18,612
LSG	42,279	40,658	39,927	40,979
Gjennomsnittlig	46,105	47,832	40,595	35,959

3.3 Current ratio

Current Ratio	2014	2015	2016	2017
GSF	2,064	2,379	2,603	2,533
Mowi	3,219	3,344	3,026	2,705
NRS	1,727	1,607	1,979	1,444
SALM	3,054	2,893	2,204	2,054
LSG	3,117	2,544	2,905	2,980
Gjennomsnittlig	2,636	2,553	2,543	2,343

3.4 Quick Ratio

Quick Ratio	2014	2015	2016	2017
GSF	1,993	2,308	2,546	2,476
Mowi	2,796	2,893	2,731	2,321
NRS	1,679	1,563	1,880	1,369
SALM	2,920	2,703	2,124	1,950
LSG	1,462	1,411	1,421	0,937
Gjennomsnittlig	2,170	2,176	2,140	1,810

3.5 Solvency Ratio

Solvency Ratio	2014	2015	2016	2017
GSF	0,419	0,377	0,474	0,325
Mowi	0,398	0,452	0,430	0,535
NRS	0,374	0,398	0,547	0,475
SALM	0,504	0,474	0,495	0,602
LSG	0,517	0,522	0,519	0,549
Gjennomsnittlig	0,443	0,445	0,493	0,497

3.6 Interest Coverage Ratio

Interest Coverage Ratio	2014	2015	2016	2017
GSF	2,641	0,831	7,370	15,952
Mowi	8,016	7,643	15,198	17,373
NRS	8,255	9,037	39,538	34,777
SALM	15,904	14,620	25,567	31,518
LSG	14,731	10,931	23,620	16,687
Gjennomsnittlig	9,910	8,612	22,259	23,261

4.0 WACC

4.1 Kapitalstruktur SalMar

SalMar bokførte verdier	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
EK	59%	50%	48%	51%	51%	39%	35%	43%	48%	43%	45%
Gjeld	41%	50%	52%	49%	49%	61%	65%	57%	52%	57%	55%
Snitt % EK	46,55%										
Snitt % Gjeld	53,45%										

Historisk kapitalstruktur	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Aksjekurs	44,00	26,00	46,00	61,00	30,00	44,70	74,00	127,50	155,00	258,10	246,80
Antall utestående aksjer	103.000.000	103.000.000	103.000.000	103.000.000	103.000.000	113.299.999	113.299.999	113.299.999	113.299.999	113.299.999	113.299.999
Markedsverdi EK	4.532.000.000	2.678.000.000	4.738.000.000	6.283.000.000	3.090.000.000	5.064.509.955	8.384.199.926	14.445.749.873	17.561.499.845	29.242.729.742	27.962.439.753
Markedsverdi FK	804.239.000	983.418.000	782.765.000	1.812.116.000	2.655.368.000	2.748.620.000	1.772.400.000	2.300.747.000	2.627.810.000	2.364.166.000	1.222.141.000
Total verdi	5.336.239.000	3.661.418.000	5.520.765.000	8.095.116.000	5.745.368.000	7.813.129.955	10.156.599.926	16.746.496.873	20.189.309.845	31.606.895.742	29.184.580.753
% Egenkapital	84,9%	73,1%	85,8%	77,6%	53,8%	64,8%	82,5%	86,3%	87,0%	92,5%	95,8%
% Gjeld	15,1%	26,9%	14,2%	22,4%	46,2%	35,2%	17,5%	13,7%	13,0%	7,5%	4,2%
Snitt % EK	80,39%	80,39%	80,39%	80,39%	80,39%	80,39%	80,39%	80,39%	80,39%	80,39%	80,39%
Snitt % Gjeld	19,61%	19,61%	19,61%	19,61%	19,61%	19,61%	19,61%	19,61%	19,61%	19,61%	19,61%

4.2 Kapitalstruktur MOWI

Historisk kapitalstruktur	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Aksjekurs	3,50	1,10	4,20	6,20	2,60	5,10	73,85	102,90	119,60	155,70	139,00
Antall utestående aksjer	3.478.898.329	3.478.898.329	3.574.900.000	3.574.900.000	3.581.100.000	3.748.300.000	410.377.759	410.400.000	450.100.000	450.100.000	490.200.000
Markedsverdi EK	12.176.144.152	3.826.788.162	15.014.580.000	22.164.380.000	9.310.860.000	19.116.330.000	30.306.397.502	42.230.160.000	53.831.960.000	70.080.570.000	68.137.800.000
Markedsverdi FK	7.654.900.000	8.394.700.000	6.098.800.000	7.331.800.000	8.727.100.000	6.916.100.000	11.023.600.000	12.670.600.000	13.347.600.000	12.278.051.610	11.664.336.000
Total verdi	19.831.044.152	12.221.488.162	21.113.380.000	29.496.180.000	18.037.960.000	26.032.430.000	41.329.997.502	54.900.760.000	67.179.560.000	82.358.621.610	79.802.136.000
% Egenkapital	61,4%	31,3%	71,1%	75,1%	51,6%	73,4%	73,3%	76,9%	80,1%	85,1%	85,4%
% Gjeld	38,6%	68,7%	28,9%	24,9%	48,4%	26,6%	26,7%	23,1%	19,9%	14,9%	14,6%
Snitt % EK	69,53%	69,53%	69,53%	69,53%	69,53%	69,53%	69,53%	69,53%	69,53%	69,53%	69,53%
Snitt % Gjeld	30,47%	30,47%	30,47%	30,47%	30,47%	30,47%	30,47%	30,47%	30,47%	30,47%	30,47%

4.3 Kapitalstruktur Grieg Seafood

Historisk kapitalstruktur	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Aksjekurs	15,80	3,30	10,20	18,70	4,31	12,40	23,60	28,50	31,00	81,70	72,25
Antall utestående aksjer	76.512.000	76.512.000	76.512.000	111.662.000	111.662.000	111.662.000	111.662.000	111.662.000	111.662.000	111.662.000	111.662.000
Markedsverdi EK	1.208.889.600	252.489.600	780.422.400	2.088.079.400	481.263.220	1.384.608.800	2.635.223.200	3.182.367.000	3.461.522.000	9.122.785.400	8.067.579.500
Markedsverdi FK	1.176.392.000	1.655.921.000	1.411.694.000	1.126.237.000	1.511.902.000	1.609.117.000	1.530.621.000	1.885.522.860	2.045.288.340	1.395.728.000	1.790.101.000
Total verdi	2.385.281.600	1.908.410.600	2.192.116.400	3.214.316.400	1.993.165.220	2.993.725.800	4.165.844.200	5.067.889.860	5.506.810.340	10.518.513.400	9.857.680.500
% Egenkapital	50,7%	13,2%	35,6%	65,0%	24,1%	46,3%	63,3%	62,8%	62,9%	86,7%	81,8%
% Gjeld	49,3%	86,8%	64,4%	35,0%	75,9%	53,7%	36,7%	37,2%	37,1%	13,3%	18,2%
Snitt % EK	53,85%	53,85%	53,85%	53,85%	53,85%	53,85%	53,85%	53,85%	53,85%	53,85%	53,85%
Snitt % Gjeld	46,15%	46,15%	46,15%	46,15%	46,15%	46,15%	46,15%	46,15%	46,15%	46,15%	46,15%

4.4 Kapitalstruktur Lerøy Seafood

Historisk kapitalstruktur	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Aksjekurs	11,00	4,50	10,50	19,85	8,40	12,95	17,70	27,30	33,00	48,11	43,98
Antall utestående aksjer	53.491.945	53.347.592	53.347.592	54.347.592	54.247.592	54.247.592	54.247.592	54.247.592	54.247.592	59.547.592	595.475.920
Markedsverdi EK	588.411.395	240.064.164	560.149.716	1.078.799.701	455.679.773	702.506.316	960.182.378	1.480.959.262	1.790.170.536	2.864.834.651	26.189.030.962
Markedsverdi FK	1.160.538.000	1.265.264.000	774.429.000	842.928.000	808.763.000	1.301.691.000	1.478.737.000	1.398.780.000	1.122.216.000	2.299.557.000	1.426.624.000
Total verdi	1.748.949.395	1.505.328.164	1.334.578.716	1.921.727.701	1.264.442.773	2.004.197.316	2.438.919.378	2.879.739.262	2.912.386.536	5.164.391.651	27.615.654.962
% Egenkapital	33,6%	15,9%	42,0%	56,1%	36,0%	35,1%	39,4%	51,4%	61,5%	55,5%	94,8%
% Gjeld	66,4%	84,1%	58,0%	43,9%	64,0%	64,9%	60,6%	48,6%	38,5%	44,5%	5,2%
Snitt % EK	47,40%	48,77%	48,77%	48,77%	48,77%	48,77%	48,77%	48,77%	48,77%	48,77%	48,77%
Snitt % Gjeld	52,60%	51,23%	51,23%	51,23%	51,23%	51,23%	51,23%	51,23%	51,23%	51,23%	51,23%

4.5 Kapitalstruktur Norway Royal Salmon

Historisk kapitalstruktur	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Aksjekurs	7,25	15,30	37,00	64,75	80,00	207,00	134,50
Antall utestående aksjer	43.572.191	43.572.191	43.572.191	43.572.191	43.572.191	43.572.191	43.572.191
Markedsverdi EK	315.898.385	666.654.522	1.612.171.067	2.821.299.367	3.485.775.280	9.019.443.537	5.860.459.690
Markedsverdi FK	528.349.000	562.739.000	452.487.000	637.488.000	498.146.000	281.764.000	651.712.000
Total verdi	844.247.385	1.229.393.522	2.064.658.067	3.458.787.367	3.983.921.280	9.301.207.537	6.512.171.690
% Egenkapital	37,4%	54,2%	78,1%	81,6%	87,5%	97,0%	90,0%
% Gjeld	62,6%	45,8%	21,9%	18,4%	12,5%	3,0%	10,0%
Snitt % EK	75,11%	75,11%	75,11%	75,11%	75,11%	75,11%	75,11%
Snitt % Gjeld	24,89%	24,89%	24,89%	24,89%	24,89%	24,89%	24,89%

4.6 Fundamentale risikofaktorer SalMar

Beta for fundamentale faktorer			
Type operasjonell risiko	Risikonivå - kort sikt	Risikonivå - lang sikt	Virksomhetens evne til å håndtere risiko
Ekstern risiko			
Laksepris	Høy	Høy	Lakseprisen er markedsdeterminert
Salgsvolum	Moderat	Høy	Høy eksportverdi grunnet lav norsk krone kombinert med høye laksepriser og lavt tilbud
Politiske forhold	Moderat	Høy	Brexit, handelskrig og grunnrenteskatt
Biologiske faktorer	Moderat	Høy	Iverksetter flere tiltak mot rømming og lakselus -> Ocean Farm 1. Vanntemperatur og sykdom er vanskeligere å kontrollere
Valuta	Moderat - Høy	Moderat - Høy	Direkte og indirekte økonomisk risiko for konsernet. Benytter terminkontrakter som sikringsinstrument
Strategisk risiko			
Kundenes forhandlingsmakt	Moderat	Lav - moderat	Har langsiktige kontrakter og et fokus på bærekraftighet og kundetilfredshet
Leverandørens forhandlingsmakt	Moderat	Lav - moderat	Vertikal integrert verdikjede sørger for mindre avhengighet til eksterne mellomledd
Trussel for nye inntrengere	Lav	Lav	Tillegner seg større markedsandeler gjennom oppkjøp, skalaeffekter og er kapitalsterk
Trussel for substitutter	Lav	Lav	Differensiering med produktforbedring
Rivalisering mellom eksisterende konkurrenter	Moderat	Moderat	En av de største i bransjen og har historisk gjort det bedre enn konkurrentene og industrien
Driftsmessig risiko			
Slaktevolum	Moderat	Høy	Nærmest maksimal utnyttelse. Muliggjort av en bedring i den biologiske situasjonen
Produksjonsomkostninger	Moderat	Moderat - Høy	Mål om å være den mest omkostningseffektive produsenten av laks -> InnovaMar
Teknologi	Moderat	Moderat	Utviklingstillatelser. Satser stort på F&U -> Ocean Farm 1 og Smart Fish Farm
Totalvurdering av operasjonell risiko	Moderat	Moderat	
Type finansiell risiko	Risikonivå - kort sikt	Risikonivå - lang sikt	Virksomhetens evne til å håndtere risiko
Finansiell gjeldsgrad	Lav	Lav	Kapitalintensiv industri og SalMar har høy EK-andel
Likviditetsrisiko	Lav	Lav	Lav kort- og langsiktig likviditetsrisiko
Gjeldskarakteristika			
Rentesats	Moderat	Moderat	Renten er flytende og påvirkes av endringer i rentenivået
Tid til utløp	Moderat	Moderat	Inngikk ny låneavtale i 2014 med 5 års varighet og en avdragsprofil på 15 år
Lånevaluta	Lav	Lav	All rentebærende gjeld er i norske kroner
Totalvurdering av finansiell risiko	Lav	Lav	
Samlet vurdering av SalMars risikoprofil	Lav	Lav	

4.7 Summary output SalMar

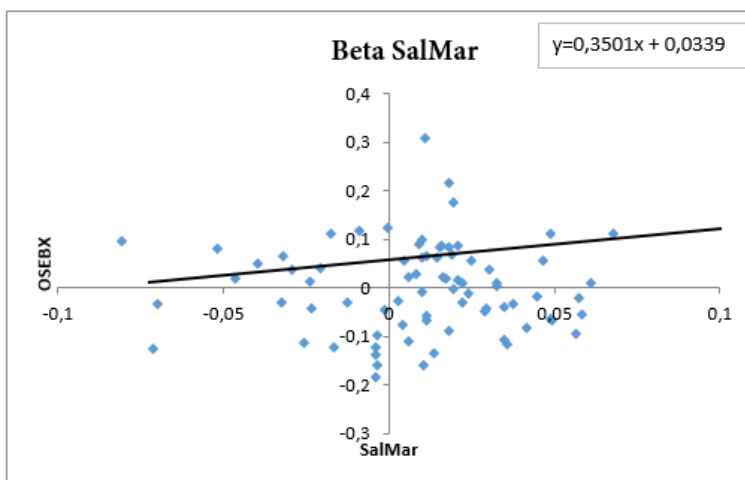
SUMMARY OUTPUT

Regression Statistics	
Multiple R	0,116616799
R Square	0,013599478
Adjusted R Square	0,000447471
Standard Error	0,091908362
Observations	77

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,008734544	0,008734544	1,034023004	0,312484804
Residual	75	0,633536022	0,008447147		
Total	76	0,642270566			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Intercept	0,033899519	0,010955119	3,094399952	0,00277121	0,012075803	0,055723235	0,012075803	0,055723235
X Variable 1	0,350063665	0,34425633	1,016869217	0,312484804	-0,335730112	1,035857441	-0,335730112	1,035857441

4.8 Regresjon SalMar



4.9 Summary output MOWI

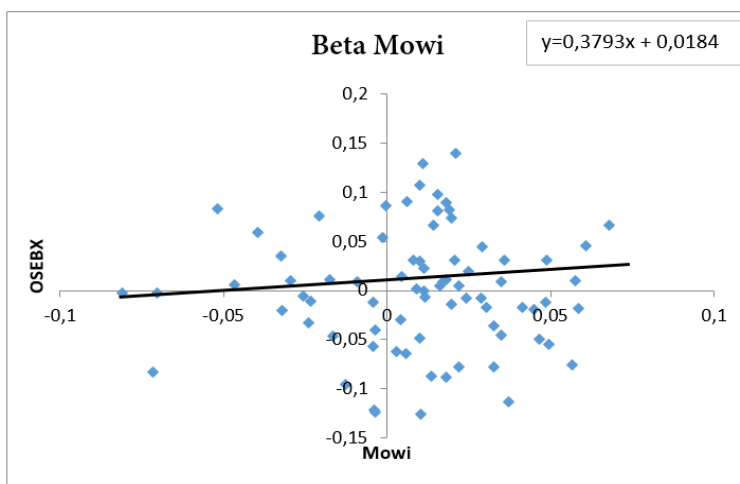
SUMMARY OUTPUT

Regression Statistics	
Multiple R	0,18860824
R Square	0,035573068
Adjusted R Square	0,022714042
Standard Error	0,060883526
Observations	77

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	1	0,010254461	0,010254461	2,766389062	0,100436698
Residual	75	0,27801028	0,003706804		
Total	76	0,288264741			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95,0%	Upper 95,0%
Intercept	0,018426872	0,007257079	2,539158246	0,013183518	0,003970029	0,032883716	0,003970029	0,032883716
X Variable 1	0,37930043	0,22804823	1,663246543	0,100436698	-0,07499494	0,8335958	-0,07499494	0,8335958

4.10 Regresjon MOWI



4.11 Summary output Grieg Seafood

SUMMARY OUTPUT

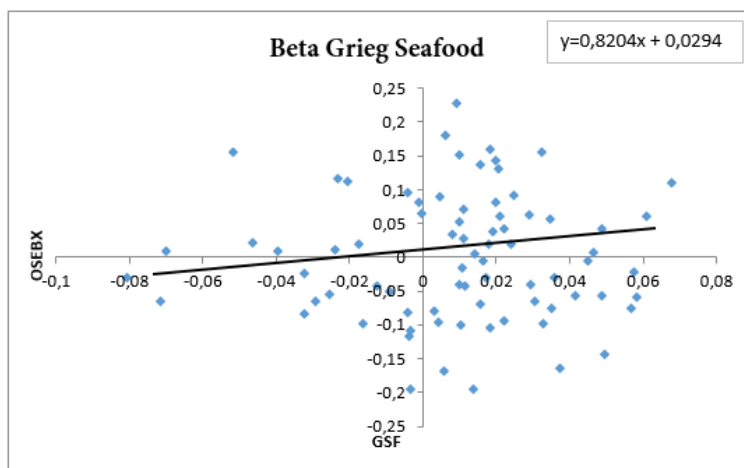
Regression Statistics	
Multiple R	0,259933036
R Square	0,067565183
Adjusted R Square	0,055132719
Standard Error	0,093963482
Observations	77

ANOVA

	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,047982618	0,047982618	5,43457692	0,022430929
Residual	75	0,662185195	0,008829136		
Total	76	0,710167814			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Intercept	0,02946392	0,011200081	2,630688041	0,010336604	0,007152214	0,051775625	0,007152214	0,051775625
X Variable 1	0,820481667	0,351954086	2,331217905	0,022430929	0,119353174	1,52161016	0,119353174	1,52161016

4.12 Regresjon Grieg Seafood



4.13 Summary output Lerøy Seafood

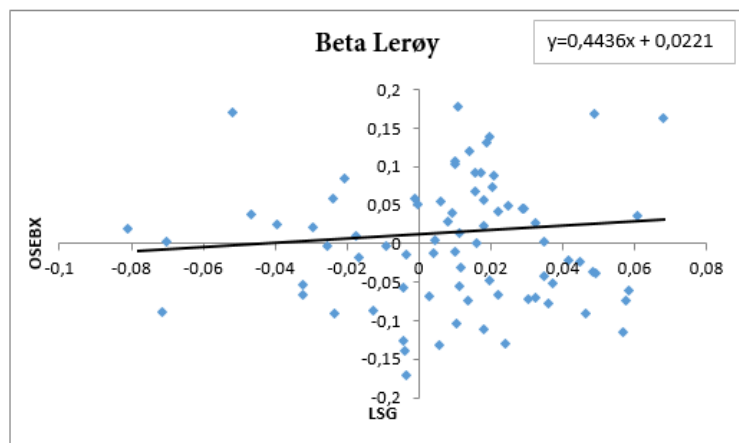
SUMMARY OUTPUT

Regression Statistics	
Multiple R	0,165967949
R Square	0,02754536
Adjusted R Square	0,014579298
Standard Error	0,081257753
Observations	77

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	1	0,014027167	0,014027167	2,124419912	0,149142247
Residual	75	0,495211682	0,006602822		
Total	76	0,509238849			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95,0%	Upper 95,0%
Intercept	0,022124677	0,009685608	2,28428378	0,025185106	0,002829957	0,041419397	0,002829957	0,041419397
X Variable 1	0,4436208	0,304362904	1,457538992	0,149142247	-0,162701196	1,049942795	-0,162701196	1,049942795

4.14 Regresjon Lerøy Seafood



4.15 Summary output Norway Royal Salmon

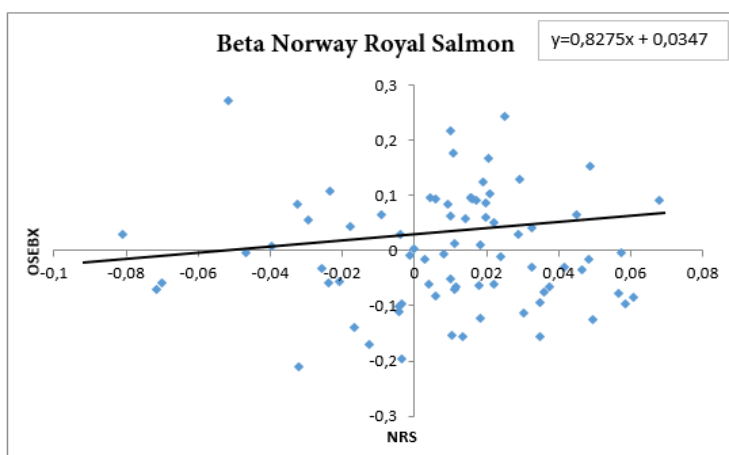
SUMMARY OUTPUT

Regression Statistics	
Multiple R	0,239425329
R Square	0,057324488
Adjusted R Square	0,044755481
Standard Error	0,103445623
Observations	77

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,048804904	0,048804904	4,560781034	0,035976579
Residual	75	0,802574765	0,010700997		
Total	76	0,851379668			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Intercept	0,03470048	0,012330315	2,814241061	0,006240662	0,010137232	0,059263728	0,010137232	0,059263728
X Variable 1	0,82748216	0,387470844	2,135598519	0,035976579	0,055600658	1,599363662	0,055600658	1,599363662

4.16 Regresjon Norway Royal Salmon



5.0 Verdiansettelse

5.1 Budsjettering

Budsjettering reformulert resultatoppfølging	Historiske tall				Gns	Budsjetperiode					T
	2014	2015	2016	2017		2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023T
Nettoomsætning	7.282.023	7.366.444	9.316.658	11.026.179		11.356.964	11.697.673	12.048.604	12.410.062	12.782.363	13.038.011
Vekst i nettoomsætning %	14%	1%	26%	18%	15%	3%	3%	3%	3%	3%	2%
Varekostnader	-3.337.411	-3.809.523	-4.396.689	-4.722.474							
% av nettoomsætning	46%	52%	47%	43%	47%	43%	44%	45%	46%	52%	50%
Lønns- og personalkostnader	-710.430	-765.881	-861.534	-929.100							
% av nettoomsætning	10%	10%	9%	8%	9%	5%	8%	5%	5%	3%	5%
Andre driftskostnader	-1.142.953	-1.272.186	-1.377.795	-1.584.825							
% av nettoomsætning	16%	17%	15%	14%	15%	10%	12%	14%	10%	10%	12%
Avskrivninger	-275.765,00	-307.280,00	-358.020,00	-414.686,00							
% av anleggsmidler og immaterielle aktiver	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%

Proforma Resultatoppfølging SalMar (beløp i 1000 NOK)	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023T
Nettoomsætning	11.356.964	11.697.673	12.048.604	12.410.062	12.782.363	13.038.011
Varekjøp	-4.883.495	-5.146.976	-5.421.872	-5.708.628	-6.646.829	-6.519.005
Lønnskostnad	-567.848	-935.814	-602.430	-620.503	-383.471	-651.901
Andre driftskostnader	-1.135.696	-1.403.721	-1.686.804	-1.241.006	-1.278.236	-1.564.561
Sum core driftskostnader	-6.587.039	-7.486.511	-7.711.106	-7.570.138	-8.308.536	-8.735.467
EBITDA	4.769.925	4.211.162	4.337.497	4.839.924	4.473.827	4.302.544
Avskrivninger av varige driftsmidler og immaterielle eiende	-681.418	-701.860	-722.916	-744.604	-766.942	-782.281
Core driftsresultat før skatt (EBIT)	4.088.507	3.509.302	3.614.581	4.095.320	3.706.885	3.520.263
Skatt på drift	-940.357	-772.046	-759.062	-819.064	-704.308	-633.647
Core driftsresultat etter skatt (NOPAT)	3.148.151	2.737.256	2.855.519	3.276.256	3.002.577	2.886.616
Sum netto finansielle kostnader før skatt	-144.952	-144.952	-144.952	-144.952	-144.952	-144.952
Skatt på netto finansielle kostnader	33.339	31.889	30.440	28.990	27.541	26.091
Netto finansielle kostnader etter skatt	-111.613	-113.063	-114.512	-115.962	-117.411	-118.861
RESULTAT	3.036.537	2.624.193	2.741.007	3.160.295	2.885.166	2.767.755
Marginal skattesats	2018E	2019E	2020E	2020E	2021E	2021E
	23%	22%	21%	20%	19%	18%

Proforma balanse SalMar (tall i NOK 1000)	Historiske tall				Gns	Budsjettperiode					T
	2014	2015	2016	2017		2018E	2019E	2020E	2012E	2022E	2023T
Aktiver											
Kortfristede driftsaktiver											
Biologiske aktiver	3.114.684	3.306.052	4.997.001	4.135.523							
Andre varer	206.454	328.216	224.783	259.050							
Kundefordringer	1.180.863	1.073.828	595.773	501.112							
Kortsiktige driftsaktiver (omløpsmidler)	4.502.001	4.708.096	5.817.557	4.895.685							
Leverandørgjeld	409.485	649.274	1.199.402	1.248.975							
Betalbar skatt	321.839	292.320	423.223	429.582							
Skyldige offentlige avgifter	143.757	153.262	189.136	170.716							
Annen kortsiktig gjeld	381.226	488.996	775.622	404.125							
Kortsiktige driftsforpliktelser	1.256.307	1.583.852	2.587.383	2.253.398							
Netto arbeidskapital, NWC	3.245.694	3.124.244	3.230.174	2.642.287		2.478.895	2.325.607	2.181.798	2.046.882	1.920.309	1.801.562
Vekst %	-45%	-4%	3%	-18%	-6,2%						
Konsesjoner, patenter og lignende	2.451.271	2.466.171	2.464.332	2.478.510							
Goodwill	447.372	447.372	446.465	446.465							
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	489.496	617.182	882.066	1.030.052							
Maskiner, anlegg og driftsløsøre	1.336.126	1.554.914	1.981.840	2.314.523							
Skip, transportmidler og lignende	191.953	239.863	273.616	260.195							
Investeringer i tilknyttede selskap	523.711	627.681	908.400	1.023.796							
Andre fordringer	13.403	6.840	49.949	55.284							
Pensjonsmidler	1.592	1.397	1.379	1.379							
Langsiktige driftsaktiver (anleggsmidler)	5.454.924	5.961.420	7.008.047	7.610.204							
Utsatt skatt	1.262.594	1.230.815	1.495.301	1.362.222							
Langsiktige driftsforpliktelser	1.262.594	1.230.815	1.495.301	1.362.222							
Netto anleggskapital	4.192.330	4.730.605	5.512.746	6.247.982		7.137.490	8.153.635	9.314.445	10.640.517	12.155.378	13.885.906
Vekst%		12,8%	16,5%	13,3%	14,2%						
Investert Kapital	7.438.024	7.854.849	8.742.920	8.890.269		9.616.385	10.479.242	11.496.244	12.687.399	14.075.687	15.687.468
Passiver											
Egenkapital	5.137.277	5.227.039	6.680.833	7.668.128		8.589.973	9.617.212	10.772.269	12.079.371	13.565.035	15.258.599
Vekst %		2%	28%	15%	15%						
Gjeld til kreditinstitusjoner (kortsiktet)	276.667	140.422	198.613	243.633							
Leasinggjeld	411.388	390.035	360.556	344.972							
Gjeld til kreditinstitusjoner (langsiktet)	1.780.174	2.371.338	1.776.922	811.027							
Finansielle forpliktelser	2.468.229	2.901.795	2.336.091	1.399.632							
Investeringer i aksjer og andeler	519	289	289	393							
Bankinnskudd, kontanter og lignende	166.963	273.696	273.715	177.098							
Finansielle aktiver	167.482	273.985	274.004	177.491							
Netto rentebærende gjeld (NIBD)	2.300.747	2.627.810	2.062.087	1.222.141		1.026.413	862.031	723.975	608.029	510.652	428.870
Vekst%		14%	-22%	-41%	-16%						
Investert Kapital	7.438.024	7.854.849	8.742.920	8.890.269		9.616.385	10.479.242	11.496.244	12.687.399	14.075.687	15.687.468

Proforma balanse SalMar (tall i NOK 1000)	Budsjettperiode					T
	2018E	2019E	2020E	2012E	2022E	2023T
Netto arbeidskapital, NWC	2.478.895	2.325.607	2.181.798	2.046.882	1.920.309	1.801.562
Netto annleggskapital	7.137.490	8.153.635	9.314.445	10.640.517	12.155.378	13.885.906
Netto driftsaktiver	9.616.385	10.479.242	11.496.244	12.687.399	14.075.687	15.687.468
Egenkapital	8.589.973	9.617.212	10.772.269	12.079.371	13.565.035	15.258.599
Netto rentebærende gjeld	1.026.413	862.031	723.975	608.029	510.652	428.870
Samlet finansiering	9.616.385	10.479.242	11.496.244	12.687.399	14.075.687	15.687.468

6.0 Sammendrag av følsomhetsanalysen

SAMMENDRAG FØLSOMHETSANALYSE	Nedre	Øvre	Differanse
Beta	267,90	311,40	43,50
Risikofri rente, r_f	311,40	363,00	51,60
Gjeldsomkostning, r_d	299,80	311,40	11,60
Kapitalstruktur	302,90	481,30	178,40
Markedsrisikopremie, MRP	228,00	360,80	132,80

7.0 Tabelloversikt

Tabell 1: SalMar Konsernet.

Tabell 2: Utvikling i tilbud.

Tabell 3: Peer-gruppe.

Tabell 4: VRIO rammeverk.

Tabell 5: Oppsummering VRIO.

Tabell 6: Porters Five Forces oppsummering.

Tabell 7: SWOT.

Tabell 8: Oppsummering verdidrivere.

Tabell 9: Beta regresjonsanalyse SalMar.

Tabell 10: Beta for peergruppen.

Tabell 11: Betaestimer for SalMar.

Tabell 12: Oversikt over markedsrisikopremier.

Tabell 13: Covenants.

Tabell 14: Låneomkostninger.

Tabell 15: Syntetisk kredittrating.

Tabell 16: FCFF og CAPEX.

Tabell 17: DCF-modellen teoretisk verdiansettelse.

Tabell 18: Følsomhetsanalyse for kapitalstruktur.

Tabell 19: Følsomhetsanalyse for den risikofrie renten.

Tabell 20: Følsomhetsanalyse for beta.

Tabell 21: Følsomhetsanalyse markedsrisikopremien.

Tabell 22: Følsomhetsanalyse for gjeldsomkostningen.

Tabell 23: Beta for fundamentale faktorer.

Tabell 24: DCF-modellen teoretisk verdiansettelse.

8.0 Figuroversikt

Figur 1: SalMars historiske aksjekursutvikling.

Figur 2: Verdikjeden.

Figur 3: Utvikling i laksepris i norske kroner.

Figur 4: Stående biomasse for laks.

Figur 5: Utsett av smolt.

Figur 6: Utvikling i produksjonsomkostninger.

Figur 7: Beregnede omkostninger pr. kg produsert fisk.

Figur 8: De 10 største eksportmarkeder for sjømat.

Figur 9: Verdi av norsk sjømateksport.

Figur 10: Utvikling i NOK/EUR januar 2016-desember 2018.

Figur 11: ROE peer-gruppe.

Figur 12: ROIC peer-gruppe.

Figur 13: FGEAR peer-gruppe.

Figur 14: SPREAD for peer-gruppe.

Figur 15: Lånerente for peer-gruppe.

Figur 16: OG og AOH peer-gruppe.

Figur 17: EBITDA-margin peer-gruppe.

Figur 18: Days accounts receivables- and payables.

Figur 19: Current Ratio og Quick Ratio.

Figur 20: Solvency Ratio og Interest Coverage Ratio.

Figur 21: Egenkapitalandel SalMar.

Figur 22: Egenkapitalandel peer gruppe.

Figur 23: Surveybaserte estimater av norske risikopremier.

Figur 24: Oppsummering WACC-tre.

Figur 25: Sammendrag av følsomhetsanalysen.

Figur 26: Styringsrentes utvikling og 10-årig norsk statsobligasjon.