

## Verdivurdering av SalMar ASA

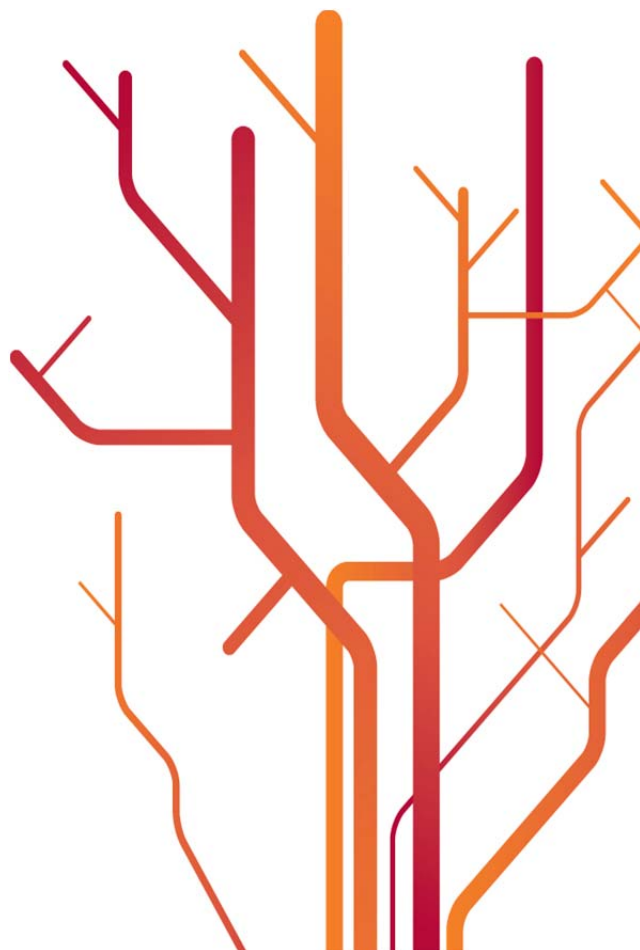


**Johan Sverrison Rasch**

Masteroppgave i økonomi og administrasjon

- Økonomisk analyse

Juni 2012



## ***FORORD***

Denne masteroppgaven representerer slutten av mitt mastergradsstudium i økonomi og administrasjon ved Universitetet i Tromsø. Studietiden i ved universitetet har vært spennede og utfordrende. Jeg vil benytte anledningen til å takke alle medstudenter fra Handelshøgskolen og Universitetet i Tromsø for en minnerik tid, fylt med gode opplevelser og godt samhold.

Arbeidet med oppgaven har vært meget interessant og lærerikt, men samtidig frustrerende og krevende til tider. Jeg vil rette en stor takk til min veileder, Terje Vassdal, for gode råd og innspill underveis i prosessen.

Til slutt vil jeg takke min fantastiske samboer og familie, for en uvurderlig støtte underveis i studietiden.

Tromsø 31.05.12

Johan Sverrisson Rasch

## ***SAMMENDRAG***

Produksjon av atlantisk laks har vært i stor vekst de siste tiårene. Det har vært en konsolideringsbølge der næringen utviklet seg fra å bestå av mange små selskaper, til å bestå av færre, og større selskaper. Næringen blir stadig mer internasjonal, og eierskap over landegrensene øker i stor grad. Siden utdelingen av nye konsesjoner har avtatt betraktelig de siste årene, gir dette grunn til å tro av videre vekst for selskapene vil forekomme gjennom oppkjøp av eksisterende selskaper.

SalMar har selv hatt en gjennomsnittlig årlig volumvekst på 35 % siden 1998. Dette har vært et resultat av egen vekst gjennom kjøp av konsesjoner, og oppkjøp av andre selskaper. Selskapet har de siste årene investert i et slakte- og bearbeidingsanlegg (InnovaMar), samt foretatt store oppkjøp. Selskapet økte egen produksjon fra 65 000 tonn i 2010, til 93 000 i 2011. Dette kombinert med investeringen i InnovaMar har ført til en forverring av selskapets finansiering og soliditet i 2011. Robust egenkapitalfinansiering vurderes som viktig i næringen for å kunne tåle perioder med lave laksepriser. Dette setter selskapet i en sårbar posisjon i forhold til dagens prognoser for fremtidig laksepris.

De siste tre årene har vært preget av høye laksepriser med gjennomsnittlige spotpriser over 30 kr kiloen i samtlige år. Samtidig har den gjennomsnittlige (aritmetiske) aksjekursen til SalMar i samme periode vært meget høy, relativt til aksjekursen ved utgangen av 2011. Den gjennomsnittlige aksjekursen til SalMar i 2009, 2010 og 2011 har vært henholdsvis 40, 52 og 49. I andre halvdel av 2011, begynte lakseprisene å falle betraktelig. I desember 2011 var spotprisen på laks per kilo i underkant av 26 kr. I forhold til utviklingen i lakseprisen, var aksjekursen ved utgangen av 2011 lik 30. Dette indikerer at reduksjon i aksjekursen i stor grad vil kunne være et resultat av lavere laksepris.

Estimert verdi av egenkapitalen ble 3,6 milliarder kr ved bruk av totalkapital- og economic profit metoden. Estimert verdi tilsier en verdi per aksje på 34,6. Sammenlignet med aksjekurs ved utgang av 2011, medfører dette en differanse på 4,6 kr. Dette kan indikere at aksjen er underpriset. Samtidig ser en at markedsverdien av egenkapitalen av svinger betraktelig. Som et bilde på dette har aksjekursen til SalMar variert fra laveste kurs på 27,1, til høyeste kurs på 37, i perioden oppgaven er skrevet. Dette kan illustrere usikkerheten knyttet til forventningene om selskapets fremtidige overskudd. Sensitiviteten i forutsetningene for verdiestimatet ble

avdekket i sensitivitetsanalysen. Som en så ville estimatet være svært følsomt for hva en forutsetter fremtidig laksepris til å være. Denne usikkerheten kommer også frem i utviklingen i selskapets aksjekurs den siste tiden. Usikkerheten knyttet til fremtidig laksepris gjør at det er vanskelig å konkludere med om aksjen er under- eller overpriset.

Nøkkelord:

SalMar, verdivurdering, oppdrettsnæringen, laks, og egenkapitalverdi

## **INNHold**

FORORD.....	II
SAMMENDRAG .....	III
<b>FIGUROVERSIKT .....</b>	<b>VIII</b>
<b>TABELLER: .....</b>	<b>IX</b>
<b>1 INNLEDNING .....</b>	<b>1</b>
1.1 FORMÅL .....	1
1.2 BAKGRUNN .....	1
1.3 PROBLEMSTILLING .....	2
1.4 AVGRENSNING .....	2
1.5 OPPGAVENS OPPBYGNING .....	3
<b>2. OM SELSKAPET OG NÆRINGEN .....</b>	<b>5</b>
2.1 OM SALMAR.....	5
2.1.1 <i>Organisering og aksjonærer</i> .....	6
2.1.2 <i>SalMars produksjon av laks</i> .....	6
2.1.3 <i>Historisk utvikling</i> .....	7
2.1.4 <i>Virksomhetsområde og strategisk satsningsområde</i> .....	9
2.2 OM NÆRINGEN .....	10
2.2.1 <i>Utviklingen i næringen</i> .....	10
2.2.2 <i>Sykliske priser og profitt</i> .....	11
2.2.1 <i>FoU</i> .....	12
2.2.2 <i>Eierskap og børsnotering</i> .....	12
<b>3. METODE.....</b>	<b>14</b>
3.1 SAMFUNNSVITENSKAPLIG METODE .....	14
3.1.1 <i>Undersøkellesdesign</i> .....	14
3.1.2 <i>Kvalitativ og kvantitativ metode</i> .....	15
3.1.3 <i>Primærdata og Sekundærdata</i> .....	15
3.1.4 <i>Validitet og Reabilitet</i> .....	16
3.1.5 <i>Oppsummert: samfunnsvitenskaplig metode</i> .....	17
3.2 REGNSKAPSANALYSE.....	17
3.2.1 <i>Rentabilitet</i> .....	18
3.2.2 <i>Likviditet</i> .....	20
3.2.3 <i>Soliditetsanalyse</i> .....	21
3.3 AVKASTNINGSKRAVET .....	22
3.3.1 <i>Kapitalverdimodellen (CAPM)</i> .....	23
3.3.2 <i>Avkastningskrav for totalkapitalen (WACC)</i> .....	27
3.4 VERDSETTELSESMETODER .....	29
3.4.1 <i>Kontantstrømbaserte modeller</i> .....	29
3.4.2 <i>Balansebaserte verdsettelsesmetoder</i> .....	35
3.4.3 <i>Oppsjonsbasert verdsettelse</i> .....	37
3.4.4 <i>Relativ Prising/Komparativ verdsettelse</i> .....	37
3.4.5 <i>Valg av verdsettelsesmetode</i> .....	39
3.5. LITTERATURGJENNOMGANG AV TIDLIGERE VERDSETTINGSOPPGAVER AV OPPDRETTSELSKAPER.....	40

3.5.1	<i>Ekstern analyse</i> .....	40
3.5.2	<i>Intern analyse</i> .....	42
3.5.3	<i>Sensitivitet i verdivurderinger</i> .....	42
3.5.4	<i>Sammenheng mellom laksepris og aksjekurs</i> .....	42
	<i>Oppsummering av litteraturgjennomgang</i> .....	43
<b>4</b>	<b>RISIKOANALYSE, INTERN ANALYSE OG FREMTIDSUTSIKTER</b> .....	<b>44</b>
4.1	MARKEDSRISIKO .....	44
4.1.1	<i>Lakseprisen</i> .....	44
4.1.2	<i>Utvikling i kostnader i Norge</i> .....	49
4.2	OPERASJONELL RISIKO .....	51
4.2.1	<i>Sykdom</i> .....	51
4.3	ANNEN RISIKO.....	51
4.3.1	<i>Offentlig regulering, forvaltning og MTB-regulering</i> .....	51
4.3.2	<i>Restriksjoner på internasjonal handel</i> .....	52
4.4	INTERN ANALYSE.....	53
4.4.1	<i>Kostnadseffektivitet</i> .....	53
4.4.2	<i>Råvaretilgang</i> .....	53
4.4.3	<i>FoU</i> .....	54
4.4.4	<i>Representasjon/produksjon i utland</i> .....	54
4.4.5	<i>Oppsummering av intern analyse</i> .....	55
4.5	FREMTIDSUTSIKTER .....	55
<b>5</b>	<b>REGNSKAPSANALYSE AV SALMAR ASA</b> .....	<b>58</b>
5.1	PRESENTASJON AV ÅRSREGNSKAPET OG NØKKELTALL I ANALYSEPERIODEN .....	59
5.2	RENTABILITET .....	61
5.2.1	<i>Totalkapitalrentabilitet (TKR)</i> .....	61
5.2.2	<i>Avkastning på sysselsatt kapital (ROCE)</i> .....	62
5.2.3	<i>Egenkapitalrentabilitet</i> .....	62
5.3	LIKVIDITET .....	63
5.4	FINANSIERING .....	64
5.4.1	<i>Finansieringsgrad 1</i> .....	64
5.4.2	<i>Rentedekningsgrad</i> .....	64
5.3	SOLIDITET .....	65
5.3.1	<i>Gjeldsgrad og Egenkapitalprosent</i> .....	65
5.3.2	<i>SalMars rentebærende lån</i> .....	65
5.4	SAMMENLIGNING MED KONKURRENTER .....	67
5.4.1	<i>Lønnsomhet</i> .....	67
5.4.2	<i>Likviditet</i> .....	68
5.4.3	<i>Finansiering</i> .....	69
5.4.4	<i>Soliditet</i> .....	69
5.5	OPPSUMMERING AV REGNSKAPSANALYSE .....	70
<b>6.</b>	<b>PROGNOSEPERIODE: 2012 – 2031</b> .....	<b>72</b>
6.1	RESULTATREGNSKAPET .....	72
6.1.1	<i>Driftsinntekter</i> .....	72
6.1.2	<i>Driftskostnader</i> .....	75
6.1.3	<i>Avskrivninger</i> .....	76

6.1.4	<i>Driftsfremmed inntekt</i> .....	77
6.1.5	<i>Rentekostnader og inntekter</i> .....	77
6.1.6	<i>Skatt</i> .....	78
6.2	BALANSEN.....	78
6.2.1	<i>Arbeidskapital</i> .....	78
6.2.2	<i>Varige driftsmidler</i> .....	78
6.2.3	<i>Immaterielle eiendeler</i> .....	79
<b>7.</b>	<b>AVKASTNINGSKRAVET</b> .....	<b>80</b>
7.1	AVKASTNINGSKRAVET TIL EGENKAPITALEN .....	80
7.1.1	<i>Rentefri rente</i> .....	80
7.1.2	<i>Markedspremie</i> .....	81
7.1.3	<i>Beregning av betaverdi for SalMar</i> .....	81
7.1.4	<i>CAPM</i> .....	85
7.2	AVKASTNINGSKRAVET TIL SELSKAPETS GJELD .....	86
7.2.1	<i>WACC</i> .....	86
<b>8.</b>	<b>VERDIVURDERING AV SALMAR</b> .....	<b>87</b>
8.1	TOTALKAPITALVERDIMODELLEN – DCF .....	87
8.2	ECONOMIC PROFIT .....	88
7.3	SAMMENLIGNING MED KONKURRENTER .....	89
7.3.1	<i>P/E</i> .....	90
7.3.2	<i>P/B</i> .....	91
<b>9.</b>	<b>SENSITIVITETSANALYSE</b> .....	<b>92</b>
9.1	<i>Endring i driftsinntekt</i> .....	92
9.2	<i>Endring i vekst for driftskostnader</i> .....	93
9.3	<i>Endring i volumvekst</i> .....	94
9.4	<i>Endring i totalavkastningskravet</i> .....	95
9.5	<i>Endring i evig vekstrate</i> .....	95
9.6	<i>Endring i RONIC</i> .....	96
<b>10.</b>	<b>DISKUSJON OG KONKLUSJON</b> .....	<b>98</b>
10.1	DISKUSJON .....	98
10.2	KONKLUSJON .....	100
<b>11.</b>	<b>REFERANSELISTE</b> .....	<b>101</b>
11.1	BØKER, ARTIKLER OG RAPPORTER .....	101
11.2	WEB KILDER: .....	103
<b>VEDLEGG</b> .....		<b>107</b>

## Figuroversikt

Figur 1: SalMars produksjon.....	7
Figur 2: ”Inflasjonsjustert norsk eksportpris og produksjonskostnad.....	11
Figur 3: Utvikling i spotprisen basert på månedlig gjennomsnittlig (ikke vektet) pris.....	45
Figur 4: Verdensproduksjon av Atlantisk laks.....	46
Figur 5: Estimert produksjonsbehov .....	48
Figur 6: Utvikling i kostnader per kilo laks i Norge .....	49
Figur 7: Utvikling i gjennomsnittlig fôrfaktor. ....	50
Figur 8: Forward pris.....	56
Figur 9: EKR i analyseperioden.....	63
Figur 10: TKR sammenlignet med konkurrenter .....	67
Figur 11: EKR sammenlignet med konkurrenter i analyseperioden .....	68
Figur 12: Rentedekningsgrad sammenlignet med konkurrenter i analyseperioden .....	69
Figur 13: Regresjonsanalyse mellom SalMar og OSEBX .....	82
Figur 14: Rullerende beta basert på daglig avkastning 2 år tilbake .....	83
Figur 15: Rullerende utvikling for komponentene til beta.....	84
Figur 16: Utvikling i månedlig avkastning. SalMar og OSEBX.....	84
Figur 17: Sensitivitet til endring i driftsinntekt.....	93
Figur 18: Sensitivitet til endringer i kostnad per kilo i første prognoseperiode.....	93
Figur 19: Sensitivitet for endringer i WACC .....	95
Figur 20: Endring i evig vekst.....	96
Figur 21: Sensitivitet til endring i RONIC .....	96



## Tabeller:

Tabell 1: SalMars lisenser per februar 2012 .....	6
Tabell 2: Utvikling i gjennomsnittlig produksjon per årsverk .....	51
Tabell 3: Hovedpostene i resultatregnskapet i analyseperioden .....	59
Tabell 4: Eiendeler i analyseperioden. ....	60
Tabell 5: Egenkapital og gjeld i analyseperioden. ....	60
Tabell 6: TKR i analyseperioden .....	61
Tabell 7: Resultatgrad, kapitalens omløpshastighet og TKR i analyseperioden.....	61
Tabell 8: Avkastning på sysselsatt kapital i analyseperioden. ....	62
Tabell 9: EKR i analyseperioden .....	63
Tabell 10: Likviditetsgrad 1 i analyseperioden. ....	63
Tabell 11: Finansierungsgrad 1 i analyseperioden.....	64
Tabell 12: Rentedeckningsgrad i analyseperioden.....	65
Tabell 13: Gjeldsgrad og egenkapitalprosent i analyseperioden.....	65
Tabell 14: Forholdstall mellom rentebærende gjeld og EBITDA.....	66
Tabell 15: beregning av gjennomsnittlig lånerente. ....	66
Tabell 16: Resultatgrad sammenlignet med konkurrenter .....	68
Tabell 17: Kapitalens omløpshastighet sammenlignet med konkurrenter .....	68
Tabell 18: Likviditet sammenlignet med konkurrenter i analyseperioden.....	69
Tabell 19: Egenkapitalprosent sammenlignet med konkurrenter i analyseperioden.....	69
Tabell 20: Volumjustert inntekt .....	74
Tabell 21: Pris per kilo i 2011 .....	74
Tabell 22: Totale varekostnader, lønnskostnader og annen driftskostnad i forhold til driftsinntekt. ....	75
Tabell 23: Totale varekostnader, lønnskostnader og annen driftskostnad i forhold til volum produsert.....	76
Tabell 24: Historisk utvikling i risikofri rente. Statsobligasjoner. ....	80

Tabell 25: Utdrag fra regresjonsanalyse.....	82
Tabell 26: Markedsverdi av Egenkapital og Gjeld.....	85
Tabell 27: Beregning av WACC .....	86
Tabell 28: Resultat av totalkapitalverdimetoden.....	88
Tabell 29: Resultat av Economic profit.....	89
Tabell 30: P/E forholdstall .....	90
Tabell 31: P/B forholdstall .....	91
Tabell 32: Sensitivitet til endring i volumvekst .....	94

# **1 Innledning**

## **1.1 Formål**

Formålet med oppgaven er å foreta en verdivurdering av det norske lakseoppdrettsselskapet SalMar ASA. For å gjøre dette tas det utgangspunkt i økonomisk teori. Verdsetting av selskaper er en ikke eksakt vitenskap. Det finnes mange ulike metoder en kan benytte for å verdsette et selskap. Jeg vil gjennomgå de viktigste av disse, og anvende de metodene som jeg anser som mest egnet for SalMar. Ved å estimere verdien vil jeg vurdere om dette kan gi en anbefaling på aksjen i forhold til gjeldende markedspris på Oslo Børs.

## **1.2 Bakgrunn**

I følge Boye og Meyer (2010) vil det for eksempel være behov for verdsettelse av selskaper i tilfeller ved kjøp og salg av selskaper, og ved fusjon av selskaper. De siste årene har det vært en konsolideringsbølge i oppdrettsnæringen. Dette har ført til at næringen utviklet seg fra å bestå av mange små selskaper, til å bestå av færre, og større selskaper. Mange av disse er børsnoterte, og driver også produksjon i utland. Til tross for vekst i produksjon, har utdelingen av nye konsesjoner de siste årene vært begrenset. Derfor vil mye av denne veksten kunne være et resultat av oppkjøp av andre oppdrettsselskaper. Derfor er det også grunn til at tro av videre vekst i produksjonen for lakseselskaper vil komme gjennom oppkjøp av eksisterende selskaper.

Den økende graden av samarbeid mellom SalMar ASA og Lerøy Seafood Group, gjør at en fusjon mellom selskapene kanskje ikke kan anses som urealistisk scenario i fremtiden. SalMar eier per i dag 50 % av Nordskott Havbruk AS, som igjen eier Scottish Sea Farms. Den andre halvdel av Nordskott Havbruk AS, eies av Lerøy Seafood Group. Videre ble det i februar 2012 inngått et industrielt samarbeid mellom SalMar ASA og Lerøy Seafood Group. Dette samarbeidet gikk blant annet ut på at SalMar skal slakte og bearbeide fisk fra Lerøys oppdrettsanlegg i Møre og Trøndelag, og at SalMar Nord nå skal slakte sin fisk hos Lerøy. Dette stadig økende samarbeidet mellom de to aktørene gjør at jeg anser en verdsettelse av SalMar som dagsaktuell.

De siste tre årene har vært preget av høye laksepriser med gjennomsnittlige spotpriser over 30 kr kiloen, samtlige år. Samtidig har den gjennomsnittlige (aritmetisk) aksjekursen til SalMar vært gjennomsnittlig meget høy, relativt til dagens aksjekurs. Den gjennomsnittlige aksjekursen i 2009, 2010 og 2011 har vært henholdsvis 40, 52 og 49. I andre halvdel av 2011, begynte lakseprisene å falle betraktelig. I desember 2011 var spotprisen på laks per kilo i underkant av 26 kr. I forhold til utviklingen i lakseprisen, var aksjekursen ved utgangen av 2011 lik 30. Dette kan indikere at reduksjonen i aksjekursen, i stor grad, vil kunne være et resultat av lavere laksepris.

### **1.3 Problemstilling**

Ved å anvende fundamental verdsettelsesteori, vil jeg forsøke å estimere verdien av oppdrettsselskapet SalMar ASA. Problemstillingen jeg ønsker å besvare blir derfor følgende:

”Hva er verdien av egenkapitalen ved utgang av 2011?”

Siden SalMar er et allmennaksjeselskap, er markedsverdien av egenkapitalen kjent. Markedsverdien av SalMars egenkapital endrer seg fortløpende i takt med endringer i aksjekursen. Den estimerte verdien jeg finner vil bli sammenlignet med markedsverdien av selskapet. Markedsverdien representerer som kjent produktet av antall aksjer og aksjekursen. Aksjeverdien til enhver tid, reflekterer hva noen er villige til å betale for aksjen. Videre vil forventninger om fremtidige overskudd i selskapet være utgangspunktet for aksjekursen, fordelt på antall aksjer. Dermed vil avvik i verdi mellom min estimerte verdi og markedsverdi, kunne være et resultat av ulike forventninger om fremtidige overskudd i selskapet. Årsaker til avvik i verdi mellom estimert verdi og markedsverdien, vil derfor også diskuteres til slutt i oppgaven.

### **1.4 Avgrensning**

Opgaven er basert på allmenntilgjengelig offentlig informasjon. Det vil si at jeg ikke har hatt tilgang til mer informasjon enn det markedet kjenner til. Som kjent avhenger driftsinntektene til et lakseselskap i all hovedsak av lakseprisen. Det meste av laksen er solgt som hel frossen/fersk fisk, men en del av laksen er også videreforedlet. For å ta stilling til fremtidig

inntjening har jeg basert meg på historisk utvikling i spotmarkedet, og *forwardpriser*, for slaktet fersk laks. Altså tas det for eksempel ikke hensyn til at endringer i lakseprisen for fersk laks, ikke nødvendigvis vil føre til lavere pris på videreforedledede produkter. Årsaken til dette skyldes utfordringen med å skille ut inntekt som stammer fra videreforedledede produkter, i tillegg til hvilken pris en oppnår for slike produkter. Videre vil havbruksnæringen, heretter omtalt som oppdrettsnæringen, i oppgaven defineres som aktører innenfor produksjon av atlantisk laks. Siden selskapet har all sin produksjon av laks i Norge (sett bort fra tilknyttede selskaper), har jeg også hovedsakelig sett på utviklingen og tendenser i den norske oppdrettsnæringen. For å verdsette SalMar har jeg tatt utgangspunkt i selskapets konsernregnskap (SalMar ASA, "Årsrapport 2011"), (SalMar ASA, "Årsrapport 2010"), (SalMar ASA, "Årsrapport 2009"), (SalMar ASA, "Årsrapport 2008"), (SalMar ASA, "Årsrapport 2007"). Av tidsmessige årsaker har jeg dermed ikke gjennomgått regnskaper tilhørende datterselskaper og tilknyttede selskaper.

## **1.5 Oppgavens oppbygning**

Oppgaven består av totalt 10 kapitler. Nedenfor ser en oppbygningen av oppgaven, og innholdet i hvert kapittel.

- Kapittel 2 omhandler en beskrivelse av selskapet, og næringen det opererer i.
- Kapittel 3 omhandler det teoretiske fundamentet oppgaven bygger på.
- Kapittel 4 består av en risikoanalyse, intern analyse og en vurdering av langsiktige tendenser. Formålet med dette er å kunne være bedre i stand til å utarbeide videre prognoser for selskapet.
- Kapittel 5 består av en regnskapsanalyse av de historiske regnskapstallene for selskapet, samt en sammenligning med konkurrenter. Analysens fokus er på selskapets lønnsomhet, likviditet, finansiering og soliditet.
- Kapittel 6 er en beskrivelse av prognoseperioden som er benyttet i oppgaven. I dette kapitlet forklares hvordan prognoser for fremtidige kontantstrømmer er utarbeidet, samt forutsetningene som er tatt.

- Kapittel 7 omhandler en beskrivelse av hvordan avkastningskravet til totalkapitalen er beregnet.
- Kapittel 8 består av verdivurderinger av egenkapitalen til SalMar. Det er også gjort en sammenligning med børsnotert verdi, og konkurrentene ved å vurdere P/E- og P/B-multiplikatorer.
- Kapittel 9 består av sensitivitetsanalyser av forutsetningene foretatt i oppgaven. Disse illustrerer hvor følsom verdiestimatet er for endringer i parameterne.
- Kapittel 10 består av en diskusjon og konklusjon av resultatet. Diskusjonen omhandler rimelighetsvurderinger av verdiestimatet, der sensitivitetsanalysen, og markedsverdien av egenkapitalen er tatt i betraktning. Dette leder så til oppgavens konklusjon.

## 2. Om selskapet og næringen

### 2.1 Om SalMar

SalMar ASA er en av verdens største produsenter av atlantisk oppdrettslaks. SalMar ble etablert av Gunnar Witzøe i 1991 på Frøya i Sør-Trøndelag med utgangspunkt i et konkursbo som bestod av en konsesjon for oppdrett av laks og et slaktings- og bearbeidingsanlegg. Hovedvirksomheten var da bearbeiding av frossen laks[1].

Siden etableringen i 1991 har selskapet gjort en rekke oppkjøp i løpet av årene i tråd med konsolideringstrenden i bransjen. Gjennom oppkjøp og organisk vekst har selskapet økt antallet konsesjoner, og grad av integrasjon. Ved kjøp av blant annet settefiskanlegg i 1995 har SalMar utviklet seg i retning av å bli et helintegrert oppdrettsselskap. SalMar er et integrert selskap gjennom hele verdikjeden fra rogn og settefisk, til bearbeiding og salg. Selskapet anser integrasjon i verdikjeden som svært viktig. Gjennom for eksempel å være selvforsynt med smolt, prøver selskapet å sikre seg i forhold til prissvingninger og kvalitet på innsatsfaktorer. Selvproduksjon av smolt regnes for å være en veldig viktig del av selskapets virksomhet, fordi selskapet i fremtiden vil være selvforsynt med rogn (SalMar ASA, "Årsrapport 2010").

SalMar har i dag totalt 71 heleide lisenser i Norge som er fordelt med 58 lisenser i Midt-Norge og 13 i Nord-Norge (se tabell nedenfor) [2]. Selskapet og Lerøy eier også 50 % hver av Norskott Havbruk AS som igjen eier 100 % av Scottish Sea farms Ltd som er Skottlands nest største oppdrettsselskap. I tillegg eier de 23,29 % av P/F Bakkafrost, et Færøysk oppdrettsselskap børsnotert på Oslo Børs.

Segment	Heleid	FoU/partnere	totalt
Midt-Norge - Trøndelag og Nordmøre	44 (MAB 780 Tonn) - Trøndelag: 29 - Nordmøre: 15	7 - Sintef/Veso: 4 - STFK/Frøya VGS: 1 - Andre: 2	51
Rauma - Møre og Romsdal	14 - Rauma Gruppen: 8 - Bringsvor Laks: 2 - Eikremsvik: 2	2 - Villa miljølaks - Villa miljølaks/ Ålesund	16

	- Villa Miljølaks: 2	Universitet: 1
Nord-Norge - Troms	13 (MAB 945 tonn)	13
<b>Totalt</b>	<b>71</b>	<b>9</b>
		<b>80</b>

Tabell 1: SalMars lisenser per februar 2012. Hentet fra presentasjon 29. februar: Presentasjon av 4. Kvartal 2011.

### 2.1.1 Organisering og aksjonærer

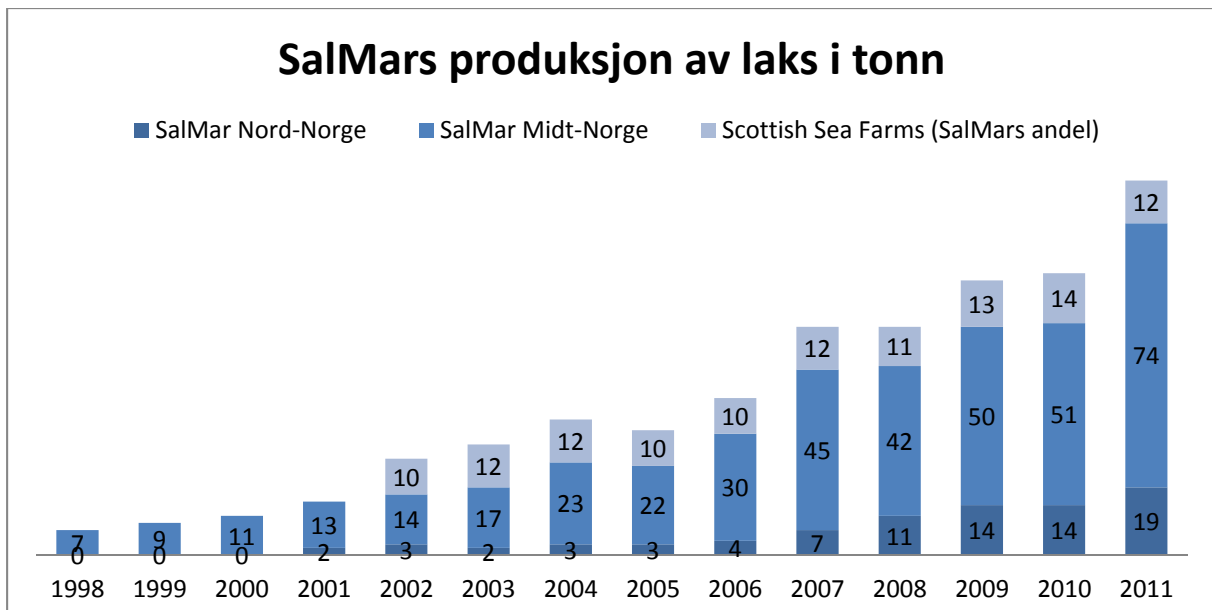
SalMar ble børsnotert på Oslo børs i 2007, og har sitt hovedkontor på Frøya i Sør-Trøndelag. De har hatt en årlig vekst de siste 15 årene i volum på 25 %, og en vekst på 33 % årlig i EBIT. De 3 største aksjonærene er Kverva AS (53,40 %), Folketrygdfondet (8,20 %), og JPMorgan Chase Bank (6,54 %). Kverva AS er et investeringsselskap med fokus på marin sektor, og ble etablert som et holdingselskap for eierskapet i SalMar AS i 1991. (SalMar ASA, ”Årsrapport 2010”)

Selskapets konsernsjef gjennom 15 år ønsket i 2010 avløsning, og ble i 2011 erstattet av Yngve Myhre[3]. Myhre har bred erfaring fra fiskerisektoren, og var blant annet konsernsjef i Aker Seafoods fra 2001 til 2010.

### 2.1.2 SalMars produksjon av laks

I modellen under kan vi se SalMars vekst i volum fra 1998 til 2011. Selskapet har hatt gjennomsnittlig volumvekst siden 1998 på hele 35 %. Veksten har skjedd gjennom oppkjøp av andre lakseselskap, og egen vekst gjennom kjøp av konsesjoner.





Figur 1: SalMars produksjon slik den er oppgitt i 1000 tonn. Tall hentet fra presentasjon på Nordeas Havbrukskonferanse. [4]

### 2.1.3 Historisk utvikling

#### “1991

- Etablert på Frøya i Sør-Trøndelag med utgangspunkt i et oppkjøpt konkursbo bestående av én konsesjon for oppdrett av laks og et slaktings- og bearbeidingsanlegg.
- Hovedvirksomheten var bearbeiding av frossen laks.
- Dette ble starten på en betydelig strukturendring i norsk oppdrettsnæring, som også etter hvert har ført til en betydelig industriell utvikling.

#### 1992

- Kjøpte to konsesjoner for lakseoppdrett.

#### 1995

- Gikk inn i settefiskproduksjon etter oppkjøpet av selskapet Follasmolt i Verran kommune i Nord-Trøndelag.
- Inngikk en leieavtale for anlegget til settefiskprodusenten Kjørsvik Settefisk i Aure kommune i Møre og Romsdal.
- Flere oppdrettskonsesjoner ble kjøpt i Midt-Norge utover på 90-tallet, og ved utgangen av 1996 hadde SalMar ni heleide konsesjoner.

#### 1997

- Utvidet fabrikken på Nordskaget på Frøya for å kunne øke foredlingskapasiteten, i samarbeid med SIVA (Selskapet for Industriell Vekst).
- Kverva Holding AS ble eeneier av SalMar.
- På slutten av 1990-tallet hadde selskapet 20 heleide konsesjoner med et totalt slaktekvantum på 11.400 tonn sløyd vekt, og en foredlet produksjon på 3.000 tonn.

## **2000**

- Etablerte for første gang oppdrettsvirksomhet utenfor Midt-Norge, gjennom kjøp av 49 % av aksjene i Senja Sjøfarm AS i Troms. Senja Sjøfarm AS hadde da ni konsesjoner og et eget settefiskanlegg.

## **2001**

- Etablerte seg utenlands med Norskott Havbruk AS sammen med Lerøy Seafood Group ASA.
- Norskott Havbruk AS er eeneier av Scottish Sea farms Ltd., som er Storbritannias nest største lakseprodusent. SalMar eier 50 % av aksjene og Lerøy Seafood Group ASA eier de resterende 50 % i Norskott Havbruk AS.

## **2005**

- Solgte ut de delene av virksomheten som ikke ble betraktet som kjernevirksomhet, blant annet produksjon av sild, sildolje og mel. Dette ble gjort for å øke fokus og innsatsen omkring kjernevirksomheten – oppdrett, slakting og foredling av laks.

## **2006**

- Kverva Holding AS foretok nedsalg av 42,5 % av selskapets aksjer til et begrenset antall norske og internasjonale investorer.
- Planene om realisering av nytt industribygg på Frøya og ambisjonene om fortsatt å delta i den omstrukturingsprosessen som næringen er inne i, forutsatte tilgang på kapital. Styret vedtok derfor å søke selskapets aksjer notert på Oslo Børs.
- I juni kjøpte selskapet tre nye konsesjoner på Nordmøre, i umiddelbar nærhet av SalMars allerede eksisterende oppdrettsanlegg.
- Mot slutten av året overtok SalMar de resterende 51 % av aksjene i Senja Sjøfarm AS og ble eeneier av selskapet.

## **2007**

- 8. mai 2007 ble selskapet notert på Oslo Børs hovedliste.
- Kjøpte selskapene Halså Fiskeoppdrett AS (to konsesjoner) og Henden Fiskeoppdrett AS (to konsesjoner) i Møre og Romsdal, samt Arctic Salmon AS (fire konsesjoner) i Nordreisa i Troms.

## **2008**

- Kjøpte ytterligere en konsesjon i Midt-Norge (Møre og Romsdal) og en konsesjon i Nord-Norge (Troms).

- Senja Sjøfarm AS skiftet navn til SalMar Nord AS, som nå inkluderer alle SalMars aktiviteter i Troms.

## 2009

- Kjøpte resterende 66 % av aksjene i Volstad Seafood AS for å bli eneier av selskapet.

## 2010

- Kjøp av 75,54 % i RaumaGruppen AS. Stamfisk, to settefiskanlegg og 8 oppdrettskonsesjoner i Midt-Norge (Møre og Romsdal).
- Kjøp av 23,29 % av aksjene i det børsnoterte Færøyske oppdrettsselskapet Bakkafrost P/f.
- Kjøp av Stettefisk AS med to konsesjoner i Midt-Norge (Møre og Romsdal).

## 2011

- Kjøp av Bringsvor Laks AS med to konsesjoner i Midt-Norge (Møre og Romsdal).
- Kjøp av Krifo Havbruk AS med én konsesjon i Midt-Norge.
- Den 6. juni 2011 forlot Leif Inge Nordhammer, etter eget ønske, sin 15-årige rolle som konsernsjef i SalMar og ble erstattet av Yngve Myhre.
- Kjøp av Villa Miljølaks med tre konsesjoner. To konsesjoner for oppdrett av økologisk laks og én FoU-konsesjon. I tillegg driver Selskapet én FoU-konsesjon for Høgskolen i Ålesund.”

Hentet direkte fra nettsiden [1].

### 2.1.4 Virksomhetsområde og strategisk satsningsområde

*”Visjon: å være den mest kostnadseffektive leverandøren av laks og lakseprodukter, samtidig som hensynet til biologi, etisk produksjon og den gode kvaliteten skal ivaretas”.[5]*

Siden SalMar konkurrerer i en bransje med internasjonale konkurrenter, er det viktig for selskapet å fokusere på lave produksjonskostnader. Det for å kunne oppnå gode marginer og avkastning på egenkapitalen. I tillegg anser selskapet at laks regnes for å være en *commodity*, og selskapet vurderer derfor mulighetene for å oppnå en høyere pris enn konkurrentene gjennom differensiering som begrenset. I sine årsrapporter, kvartalsrapporter, og prospekt er det et gjennomgående fokus på kostnader og best practice. Selskapet begynte tidlig å implementere *best practice* med formål å øke effektivitet. Dette involverer at produksjonen

skal foregå på færrest mulige enheter, og høyest mulig produksjon per produksjons enhet, og per arbeidstime. Det innebærer også at SalMar har sterkt fokus på kunnskapsdeling, og overføring av gode praksiser som de prøver å utvikle og implementere til alle sine produksjonsenheter gjennom SalMar skolen. (SalMar ASA, "Årsrapport 2010")

Selskapet har videre som mål å øke graden av bearbeiding og videreforedling av laksen. Grunnen til dette er at SalMar ønsker å få hånd om en større del av verdiskapningen, og mener at gjennom reduksjon av salg av hel laks får selskapet redusert transport av blant annet hode og bein. Dette skal bidra til mer effektivitet og reduksjon av transportkostnader, og dermed bidra til høyere utbytte. Deres nye anlegg InnovaMar, er et anlegg for ilandføring, slakt – og bearbeiding av laks, er bærebjelken i denne satsningen[6]. Målet med InnovaMar er å bli enda mer kostnadseffektiv, og å bli verdensledende anlegg for mottak og bearbeiding av laks. Det langsiktige målet er å produsere VAP (value added products) like effektivt som produsenter i lavkostland som Chile og Øst-Europa.

## **2.2 Om næringen**

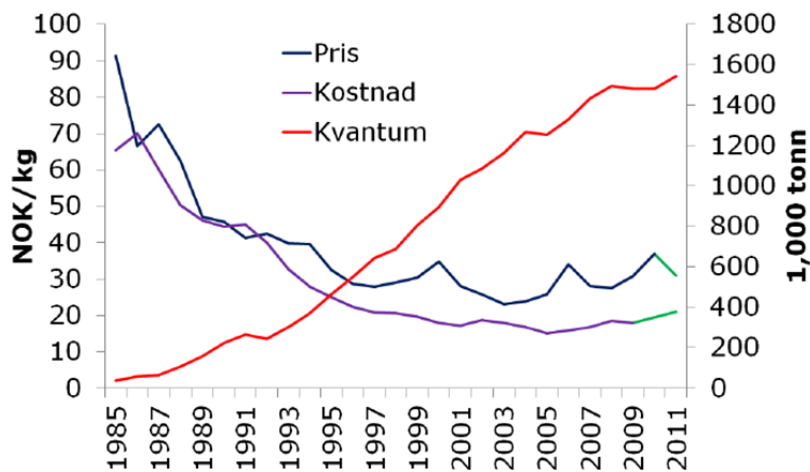
### **2.2.1 Utviklingen i næringen**

Siden oppstarten på 1970-tallet har oppdrettsnæringen vært i enorm vekst. Næringen ble kommersielt levedyktig fra 1980-tallet, og utviklingen har spredt seg til andre land i Europa, Amerika, Asia og Australia. I løpet av årene har næringen møtt på en rekke miljømessige utfordringer som har medført at oppdretterne har måtte kunne endre sine praksiser underveis. Disse erfaringene og kunnskapen næringen har tilegnet seg over tid, har medført at den nå omtales som en kunnskapsbasert næring. Næringen har også tilpasset seg slik at laksen ikke bare er tilgjengelig i perioder. I forhold til annen sjømat, har produsentene av laks klart å levere et mer forutsigbart tilbud til markedet som har gitt laks et fortrinn, i forhold til annen sjømat (Asche & Bjørndal, 2011).

Videre har lønnsomheten av laks vært svært god. Til tross for dette har aktørene opplevd sterke sykliske svingninger i lønnsomheten over tid. Dette kan i stor grad tilskrives syklene i lakseprisen over tid. På tross av svingningene i lønnsomheten var gjennomsnittlig driftsmargin 10,9 % på 1990-tallet og 12,4 % på 2000-tallet. Siden næringens oppstart har det

også skjedd endringer i forhold til størrelsen av produksjonsenhetene, og størrelsen på selskapene. Fra å være en småskalaindustri har det i løpet av de siste årene vokst opp store foretak. Mange av disse selskapene har også utvidet sin virksomhet til å være multinasjonal med produksjon og drift i flere land (Asche & Bjørndal, 2011; Asche & Tveterås, 2011).

## 2.2.2 Sykliske priser og profitt



Figur 2: "Inflasjonsjustert norsk eksportpris og produksjonskostnad (2010=1) og global produksjon" Asche, F (2011). Hentet fra presentasjon på Havbrukskonferansen 2011[7].

I figuren ovenfor ser en at realprisen på laks som har blitt eksportert fra Norge, har over tid blitt redusert betraktelig. Vi ser også at kostnaden har blitt redusert nærmest i takt med prisen, men ikke helt synkronisert. Dette har ført til at noen år har blitt mye mer lønnsom enn andre. Dette er ikke uvanlig med tanke på biologisk produksjon. Siden det er betydelig tid mellom en avgjørelse om å øke eller redusere produksjon, til effekten av det endringen i produksjonen medfører, får vi ofte det som refereres til som *lag*. Dette har gjort at man har opplevd at i perioder med god pris på laksen har oppdretterne økt produksjonen slik at det har oppstått et overtilbud. Dette har så ført til en prisreduksjon som har gjort det mindre lønnsomt å produsere, som igjen har ført til redusert tilbud, og høyere laksepris (Asche & Bjørndal, 2011) (Asche & Tveterås, 2011). På den måten sier vi at næringen opplever syklisk profitt, noe som igjen må bli tatt hensyn til i en verdivurdering av et oppdrettsselskap som SalMar. Det kan for eksempel tas hensyn til ved å ha et langsiktig perspektiv, og å se på den gjennomsnittlige avkastningen over en syklisk periode

### **2.2.1 FoU**

Forskning og utvikling er en viktig kilde til produktivitetsvekst, verdiskapning, og nye innovasjoner. I tillegg til at de ulike selskapene har sterkt fokus på FoU, bruker også staten betydelige ressurser på FoU. Utviklingen som har skjedd i næringen med hensyn til FoU har i stor grad bidratt til den store veksten i produktiviteten. Innovasjoner på områder som for eksempel genetikk, fiskefor/utstyr, vaksiner, merder og informasjonsteknologi, har bidratt til en sterk økning i vekstraten til laksen, lavere dødelighet, lavere produksjonskostnader og høyere produktkvalitet. Kontinuerlig innovasjon, eller hurtig adopsjon av nye teknologier, er en måte for selskaper å skape seg konkurransefortrinn. På grunn av at mange av teknologiene og innovasjonene er relativt enkle å kopiere er det derfor veldig viktig for selskaper og kontinuerlig innovere, og adoptere ny teknologi (Asche & Tveterås, 2011). Innovasjoner i form av produksjonsforbedringer og effektiv høsting av fisk har også blitt nevnt som en veldig viktig faktor som har bidratt til at Norge har klart å være konkurransedyktige med lavkostlandene. På grunn av høy lønnsøkning i Norden i forhold til konkurrentene, er innovasjoner betraktet som forutsetning for at verdiskapningen i næringen skal fortsette i fremtiden[8].

### **2.2.2 Eierskap og børsnotering**

Tradisjonelt har laksenæringen vært preget av småskala med lokalt eierskap og familieeide bedrifter. Dette har medført at tilgang til kapital i hovedsak har vært lokal. De siste årene har det skjedd endringer i forhold til eierskap og finansieringsbasen. Næringen har utvidet sin finansieringsbase mot det nasjonale finansmarkedet, i tillegg til internasjonal finansiering gjennom børsnotering. I fra å være totalt fraværende på Oslo børs i andre halvdel av 1990-tallet har det vært stor utvikling i forhold til børsnotering av sjømatelskaper. (Asche & Tveterås, 2011).

Som nevnt tidligere opplever næringen ofte sterke svingninger i laksepris som har medført en syklisk profitt. På grunn av dette er det viktig for selskaper i næringen å ha en robust egenkapitalfinansiering for å kunne tåle perioder med lavere laksepriser og lønnsomhet. I tillegg er tilgang til kapital viktig for å kunne finansiere framtidig vekst. For en næring som og er stadig mer kapitalintensiv er tilgangen til kapital også blitt mer kritisk. I tillegg til større tilgang til kapital har også børsnoteringene ført til større profesjonalitet og bruk av ressurser

på analyser av markeder som bedre grunnlag for investeringsbeslutninger. Siden børsnotering har ført til at flere følger med på hva selskapet foretar seg, blir større profesjonalitet til selskapene også en nødvendighet. Det er på grunn av at selskapets handlinger må tåle det kritiske lyset fra kapitalmarkedet (Asche & Tvetervås, 2011).

### **3. Metode**

I dette kapittelet vil jeg gjennomgå metode og teori som vil bli benyttet i verdivurderingen av SalMar. I den første delen vil jeg forklare hvilken samfunnsvitenskapelig metode som er benyttet for å løse problemstillingen. Videre følger teori i forhold til en regnskapsanalyse og verdsettingsteori. Til slutt er det foretatt en litteraturgjennomgang av tidligere verdivurderingsoppgaver av oppdrettsselskaper.

#### **3.1 Samfunnsvitenskapelig metode**

##### **3.1.1 Undersøkellesdesign**

Valg av undersøkelsesdesign er avhengig av hvor mye en vet om et område, og ambisjoner i forhold til å kunne analysere og forklare sammenhenger. Man skiller normalt mellom tre hovedtyper design. Disse er eksplorativt, deskriptivt og kausalt design. Eksplorativt design brukes når man vet lite om området. Formålet med undersøkelsen vil da være og utforske temaet nærmere. Dette designet blir gjerne benyttet når man ikke har noen klar oppfatning av sammenhenger som kan tenkes å eksistere, og at man ikke har noen teoretisk modell å ta utgangspunkt i. Målet kan derfor være å forstå og tolke området på best mulig måte. Når man benytter deskriptivt design har man derimot grunnleggende forståelse av problemet. Formålet er da å beskrive situasjonen på et bestemt område, slik denne oppgaven skal gjøre. Det kan for eksempel være å finne ut om sammenhengen mellom flere variabler man ønsker å kartlegge. Videre har vi til sist kausalt design. Dette benyttes for å undersøke mulige årsaksforklaringer, og innebærer at man benytter en form for eksperiment (Gripsrud, Olsson, & Silkoset, 2004).

I tillegg kan en skille mellom om studien går i bredden (ekstensiv) eller i dybden (intensiv). Dybde går ut på hvordan man skal tilnærme seg fenomenet, mens bredden skal gi uttrykk for hvor mange undersøkelsesenheter man skal ta for seg. På grunn av ressurs hensyn vil man ofte oppleve at det er vanskelig å ha både en studie som går i bredden og i dybden. Det intensive opplegget innebærer altså at man går i dybden på få enheter. Fordelen med dette er at man får frem relevant data, at informasjon ikke blir løsrevet fra kontekst siden et intensivt opplegg går i dybden og omfatter mange detaljer. Dette vil kunne føre til at den interne gyldigheten blir stor. Ulempen er nettopp at studien blir så spesifikk, og dermed ofte ikke blir så generaliserbar (Jacobsen, 2005). Dette vil være naturlig i forhold til en verdivurdering av et selskap. En



verdsettelse av SalMar vil for eksempel ikke kunne generaliseres og gjelde for konkurrerende selskaper.

### *Casestudie*

I intensive studier skilles det mellom små-N-studier og case-studier. Den førstnevnte egner seg godt for å få belyst flest mulige sider og nyanser av et fenomen, mens et case-studie egner seg godt når man skal se på samspillet mellom en spesifikk kontekst og et fenomen. Det finnes mange ulike definisjoner, men man kan si at i et case-studie settes fokuset på én spesiell enhet. I tillegg er felles for alle case-studier at de er avgrenset med tanke på tid og rom (Jakobsen, 2005).

### **3.1.2 Kvalitativ og kvantitativ metode**

Data som samles inn klassifiseres som enten kvalitative eller kvantitative. Data som kan uttrykkes i tall eller mengdeenheter er kvantitative data, mens andre data betegnes som kvalitative (Gripsrud et al., 2004). For eksempel kan primærdata som skaffes gjennom dokumentanalyse både gi og kvalitative og kvantitative data. Kvalitative data formidler mening. Det vil altså si empiri i form av setninger og tekster (Jakobsen, 2005). Som eksempler vil jeg i denne oppgaven blant annet benytte kvalitative data i form av årsregnskap, fagbøker om verdsetting. For å få et best mulig grunnlag for en verdsettelse av SalMar vil det bli benyttet både kvalitativ og kvantitativ metode. Siden en verdsettelse er avhengig av prognoser om fremtiden er det viktig også å vurdere kvalitative data med de kvantitative data det skal tas utgangspunkt i.

### **3.1.3 Primærdata og Sekundærdata**

For å kunne besvare en problemstilling må man samle inn data som er dekkende for å kunne besvare problemstillingen. Man skiller vanligvis mellom to typer av data der en har data som er samlet inn for andre formål, og data som vi selv samler inn for å gi svar på våre spørsmål. Data som er samlet inn for andre formål er det vi kaller sekundærdata, og vår bruk er derfor en sekundær anvendelse (Gripsrud et al., 2004). Årsrapportene til SalMar ASA de siste årene vil være den viktigste dataen til å kunne besvare problemstillingen i denne oppgaven. Siden SalMar ASA er et børsnotert selskap er de pålagt å offentliggjøre sine årsregnskap. Regnskapene som presenteres i årsrapportene har tradisjonelt sterkt kreditorfokus. Dette

innebærer at fokuset i rapportene er selskapets evne til å betjene gjeld. Ved en verdivurdering av et selskap må data fra årsrapportene omgrupperes til et investorperspektiv, fordi da ser vi på selskapets inntjening overgår avkastningskravet fra eierne. Siden årsrapportene til SalMar ASA er samlet inn og presentert i kreditorfokus, vil de klassifiseres som kvantitative sekundærdata siden formålet i oppgaven er å foreta en verdivurdering.

Primærdata er data som er samlet inn og designet spesielt for å gi svar på undersøkelsesspørsmålet (Blumberg, Cooper, & Schindler, 2011). Dette kan gjøres for eksempel ved å foreta spørreundersøkelser eller intervju. Forskjellen fra sekundærdata er altså at man selv samler inn data for å gi svar på problemstillingen.

I denne oppgaven vil jeg hovedsakelig benytte sekundærdata for å besvare problemstillingen. Fordeler ved å benytte sekundærdata er at det er tids - og kostnadsbesparende. Siden dataen er tilgjengelig fra begynnelsen av kan man umiddelbart sette i gang med å prøve å løse problemstillingen. Ulempene med sekundærdata er hovedsakelig knyttet til at data som er samlet er samlet inn for et annet formål. Dermed kan det hende at de ofte ikke helt passer med ens egen problemstilling (Blumberg et al., 2011). Til tross for dette vil årsrapportene være et godt grunnlag for en verdivurdering av SalMar.

For å få bedre innsikt i utviklingen og fremtiden i oppdrettsnæringen vil jeg kontroll sjekke informasjon med personer med innsikt i næringen. Oppgaven vil som nevnt hovedsakelig basere seg på sekundærdata. Det er ikke foretatt noe strukturerte intervjuer for å innhente primærdata.

#### **3.1.4 Validitet og Reabilitet**

For å kunne si noe om hvor god en undersøkelse er bruker man begrepene validitet og reabilitet for å bedømme dette. Disse begrepene brukes da for å ta stilling til om man måler det man skal måle, og i hvilken grad man kan stole på resultatene. Validitet skal gi et bilde av hvor godt man måler det man forsøker å måle. Man kan ha høy reabilitet uten at man har høy validitet. Det vil si at det man måler har høy pålitelighet, men at man ikke måler det som var hensikten å måle. Hvis man måler noe annet enn det som var hensikten, kalles det for systematisk feil (Gripsrud et al., 2004).

Reabilitet sier noe om i hvilken grad man kan stole på at resultatene er pålitelige. Dette innebærer at en bør få samme resultat om man gjentar undersøkelsen. Det vil si at en solid verdivurdering bør føre til samme resultat hvis andre gjentar undersøkelsen med de samme forutsetningene. Dette medfører at de tilfeldige feilene som ofte kan oppstå i en undersøkelse, bør være så få som mulig (Gripsrud et al., 2004). Det krever med andre ord stor nøyaktighet i arbeidet med verdivurderingen av SalMar, slik at resultatene i oppgaven kan bli ansett som pålitelige.

### **3.1.5 Oppsummert: samfunnsvitenskapelig metode**

For å løse problemstillingen i denne oppgaven har jeg foretatt en deskriptiv case-studie av SalMar. Det vil hovedsakelig benyttes kvalitativ og kvantitativ sekundærdata. Det blir videre en intensiv case studie fordi hensikten med denne oppgaven er å få et så helhetlig bilde av verdien av SalMar som mulig, og fordi oppgaven er avgrenset til å ta utgangspunkt i historiske regnskapstall fra 2005-2011.

Som nevnt vil generaliserbarheten av oppgaven være begrenset til metodene og teori som er blitt benyttet. For at verdsettingen av SalMar skal være så pålitelig og valid som mulig, har jeg hatt sterkt fokus på nøyaktighet og grundighet. Det spesielt med tanke på tallmaterialet og utregningene.

## **3.2 Regnskapsanalyse**

For å kunne si noe om fremtiden til SalMar vil det være viktig å analysere selskapets historiske prestasjon. Den tradisjonelle nøkkeltallsanalysen kan kjennetegnes med at man utarbeider nøkkeltall for å få frem regnskapets bakenforliggende forhold. (Eklund & Knutsen, 2003).

Formålet med å foreta en regnskapsanalyse er å få et bilde av SalMars historiske prestasjon. Regnskapsanalyse er, ifølge Boye og Meyer (2008), et av de viktigste elementene i en verdsettelse. Koller et al. (2010) trekker også fram analyse av historisk prestasjon som essensielt for å kunne predikere et selskaps fremtid.

Regnskapsanalysen av SalMar vil bli delt inn i fire deler som vil bestå av en rentabilitetsanalyse, likviditetsanalyse, finansieringsanalyse, og en soliditetsanalyse. Rentabilitetsanalyse som skal se på selskapets evne til å skape avkastning, eller overskudd. Likviditetsanalyse skal analysere SalMars betalingsevne. Finansieringsanalysen skal se på SalMars anskaffelse og anvendelse av kapital. Til sist vil soliditetsanalysen se på selskapets evne til å tåle tap.

Nøkkeltallene vil bli analysert ved å gjøre tidssammenligning ved og for eksempel sammenligne SalMars nøkkeltall i 2008 med samme tall for 2009. Utviklingen i nøkkeltallene gir ikke nødvendigvis et pålitelig bilde av virkelig prestasjon, så det vil også være viktig å se på tallene for å se om SalMar er inne i en positiv eller negativ utvikling (Eklund & Knutsen, 2003). Det vil videre også bli gjort bedriftssammenligninger for å se hvordan SalMar presterer i forhold til sine konkurrenter.

### 3.2.1 Rentabilitet

Rentabilitet (lønnsomhet) skal gi et bilde av avkastning på investert kapital.

Rentabilitetstallene skal altså gi et bilde av SalMars evne til å skape inntjening ved å bruke de eiendeler de disponerer.

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Resultat som er skapt eller tillfaller kapitalen} * 100\%}{\text{Gjennomsnittlig verdi av kapitalen}}$$

Kapitalen som er bundet i selskapet i løpet av en periode er den kapitalen som skaper resultatet. Når rentabilitet skal beregnes blir gjennomsnittlig verdi av kapitalen beregnet. Siden vi ofte ut fra vanlig regnskapspraksis bare har tilgang til oversikt over bundet kapital i form av balanseoppstillinger en gang pr. år, benytter en seg av gjennomsnittet for perioden. Det vil si at gjennomsnittlig kapital beregnes som: (sum eiendeler 1.1.) (IB) + sum eiendeler 31.12. (UB)) \* 0,5 (Eklund & Knutsen, 2003). Nøkkeltallene som skal gi et bilde på rentabiliteten til SalMar vil være totalkapitalrentabilitet, avkastning på sysselsatt kapital, resultatgrad, og kapitalens omløpshastighet.

### *Totalkapitalrentabilitet (TKR)*

Totalkapitalrentabiliteten er et uttrykk for bedriftens avkastning på den totale kapitalen som er bundet i bedriften. Gjennom bruk av sine eiendeler har SalMar skapt sine resultater. Gjeldens del av resultatet er representert i form av rentekostnader, mens resten av resultatet tilfaller egenkapitalen (Eklund & Knutsen, 2003).

$$TKR \text{ før skatt} = \frac{(\text{Ordinært resultat} + \text{rentekostnader}) * 100\%}{\text{Gjennomsnittlig verdi av kapitalen}}$$

### *Resultatgrad*

Resultatgraden skal fortelle hvordan overskuddet er i forhold til omsetningen. Altså hvor stor del som tilfaller kapitalen av hver krone vi omsetter (Eklund & Knutsen, 2003).

$$Resultatgrad = \frac{(\text{Ordinært resultat} + \text{rentekostnader}) * 100\%}{\text{Totale inntekter}}$$

### *Kapitalens omløpshastighet*

Kapitalens omløpshastighet gir et bilde på hvor effektivt bedriften utnytter den kapitalen som er bundet opp i bedriften. Endringer for å forbedre kapitalens omløpshastighet kan derfor gjøres ved å redusere kapital som er bundet i bedriften, eller at inntektene økes (Eklund & Knutsen, 2003). For eksempel vil en tiltak SalMar kan gjøre være å selge anleggsmidler eller redusere kundefordringer. Dette vil da redusere kapitalbindingen og dermed forbedre kapitalens omløpshastighet.

$$Kapitalens \text{ omløpshastighet} = \frac{\text{Totale inntekter}}{\text{Gjennomsnittlig totalkapital}}$$

### *Avkastning på sysselsatt kapital (ROCE)*

Avkastning på sysselsatt kapital viser lønnsomheten til et selskaps kapitalplassering. Med sysselsatt kapital menes totalkapitalen minus rentefri gjeld.

$$\text{Avkastning på sysselsatt kapital} = \frac{\text{Driftsresultat} + \text{Finansinntekter}}{\text{Totalkapital} - \text{rentefri gjeld}}$$

### *Egenkapitalrentabilitet (EKR)*

Egenkapitalrentabiliteten viser avkastningen på eiernes investering i selskapet. (Eklund & Knutsen, 2003).

$$EKR = \frac{\text{Det resultat som tilfaller egenkapitalen} * 100 \%}{\text{Gjennomsnittlig verdi av egenkapitalen}}$$

### **3.2.2 Likviditet**

Som nevnt tidligere innebærer en likviditetsanalyse at en analyserer bedrifters betalingsevne. Likviditetsgrad 1 har en norm om at bør være over 2. Altså bør omløpsmidler ha minst dobbelt så stor verdi som kortsiktig gjeld. En akseptabel størrelse på dette forholdstallet kan variere i forhold til hvilken bransje en ser på. (Eklund & Knutsen, 2003).

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{kortsiktig gjeld}}$$

### **Finansieringsanalyse**

#### *Finansieringsgrad 1*

Finansieringsgrad 1 beskriver i hvilken grad anleggsmidlene er finansiert med langsiktig gjeld. Dette forholdstallet bør være mindre enn 1. Grunnen til at forholdstallet burde være mindre enn 1, er at den langsiktige kapitalen også burde finansiere noe av den minst likvide delen av omløpsmidlene. (Eklund & Knutsen, 2003).

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

#### *Rentedekningsgrad*

Rentedekningsgrad uttrykker i hvilken grad bedriften er kapabel til å betale sine rentekostnader. Det er i følge Eklund og Knutsen (2003) uenighet angående hva normtallet bør være for dette forholdstallet. Men generelt mener de at forholdstallet bør være høyere enn 1. Det er fordi ordinært resultat før skattekostnad generelt bør være større enn 0. For å vurdere om en bedrift er i stand til å ta opp ny gjeld, bør en først tallfeste hvor mye renter og avdrag vil gjøre de neste årene. Deretter må en se om fremtidig forventet kontantinntjening vil kunne dekke økningen i renter og avdrag. (Eklund & Knutsen, 2003).

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Ordinært resultat før skattekostnad} + \text{rentekostnader}}{\text{Rentekostnader}}$$

### 3.2.3 Soliditetsanalyse

Soliditetsanalysen skal gi et bilde av bedrifters evne til å tåle tap. De mest brukte nøkkeltallene for å måle denne evnen er gjeldsgrad og egenkapitalprosent. (Eklund & Knutsen, 2003).

#### *Gjeldsgrad*

Gjeldsgraden viser forholdet mellom en bedrifts gjeld og egenkapital. Det vil si hvor mye av eiendelene som er finansiert med gjeld i forhold til egenkapitalen. (Eklund & Knutsen, 2003).

$$\text{Gjeldsgrad} = \frac{\text{Gjeld}}{\text{Egenkapital}}$$

#### *Egenkapitalprosent*

Egenkapitalprosenten viser hvor stor del av eiendelene som er finansiert med egenkapital. Jo større prosenten er, jo bedre er soliditeten til bedriften. Det vil si at en stor andel egenkapital stryker bedriftens evne til å tåle tap, og komme seg igjennom perioder med dårligere resultater enn normalt. Egenkapitalprosenten er ikke nødvendigvis et godt mål på en bedrifts soliditet. Årsaken til dette er blant annet at det er vanskelig å måle reell verdi av egenkapitalen ut fra

regnskapet. (Eklund & Knutsen, 2003). Men det kan kunne være et godt supplement i en helhetlig vurdering av SalMar, og derfor vil jeg inkludere måling av egenkapitalprosent. Det vil da bli benyttet markedsverdi av egenkapitalen.

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital} * 100\%}{\text{Sum eiendeler}}$$

### **3.3 Avkastningskravet**

Et selskaps avkastningskrav er den avkastningen over tid som er nødvendig for å tiltrekke kapital til selskapet. Selskapet må gi sine egenkapital- og fremmedkapitalinvestorer avkastning på den kapitalen de har skutt inn. Avkastningskravet skal kompensere for inflasjon, tidsverdi og risiko (Kaldestad & Møller, 2011). Avkastningskravet representerer en alternativkostnad. Avkastningen må derfor kompensere investorene for det de kan tjene på en tilsvarende risikabel plassering av kapital. Altså må den forventede avkastningen representere samme avkastning som kapitalmarkedet tilbyr for plasseringer med lik risiko. Risiko avhenger av selskapets mulighet for avvik fra forventet avkastning. Siden en antar at investorer er risikoavers, betyr det at de vil kreve høyere forventet avkastning for å ta større risiko. (Boye & Dahl, 1997).

En kan videre skille mellom bedriftsspesifikk og markedsrelatert risiko. Bedriftsspesifikk risiko er risiko som er knyttet til at noen selskaper kan gjøre det bedre eller dårligere enn generelle forhold skulle tilsi. Denne risikoen kan altså investorer nøytralisere gjennom å diversifisere. Av den grunnen er det mye som taler for at investorer ikke bør bli kompensert for å ta på seg bedriftsspesifikk risiko. Markedsrelatert risiko måles ved hjelp av beta ( $\beta$ ). Den er et mål på hvordan aksjer reagerer på generelle endringer i markedet. Noen selskaper blir mer påvirket av faktorene som ligger bak den generelle markedsrisikoen enn andre.  $\beta$  er i gjennomsnitt lik 1 for børsnoterte aksjer. Det vil si at en aksje som svinger i takt med totalindeksen, vil ha en  $\beta$  lik 1. Verdien av  $\beta$  er sjelden lavere enn 0,5 eller høyere enn 2. (Boye & Meyer, 2008).



### 3.3.1 Kapitalverdimodellen (CAPM)

For å beregne avkastningskravet til egenkapitalen vil jeg benytte kapitalverdimodellen.

Avkastningskravet kan uttrykkes som summen av risikofri rente og et risikotillegg.

Risikokompensasjonen en krever for å ta risikoen er risikopremien for markedsporteføljen fratrukket risikofri rente, skalert med investeringens betarisiko. Altså beregnes risikotillegget ved å multiplisere markedspremien (risikokompensasjon en krever for å investere i markedsporteføljen), med aksjens  $\beta$ . Det vil si at avkastningskravet for en aksje kan beregnes slik:

$$\text{Risikofri rente} + \text{Markedets risikopremie} * \beta$$

#### 3.3.1.1 *Risikofri rente*

Det minste kravet for en risikabel investering må være at den bør være i stand til å gi en bedre avkastning enn risikofri rente. Enkelt sagt må en investor kunne forvente få bedre avkastning ved å investere i et selskap, enn å sette pengene i banken. Den risikofrie renten kan defineres som den hypotetiske avkastningen på et verdipapir eller en portefølje av verdipapirer som ikke har konkurs- eller misligholdsrisiko (Kaldestad & Møller s108, 2011). Derfor benytter man oftest statsobligasjoner, siden det er det nærmeste en kommer dette. Utfordringen i forhold til valg av risikofri rente er hvilken statsobligasjonsrente en skal ta utgangspunkt i. Boye og Meyer (2008) anbefaler å benytte den mellomlange (3 – 5 år) statsobligasjonsrenten. Grunnen til at den korteste renten ikke anbefales, er at den svinger mer enn den mellomlange renten. I forhold til lange obligasjoner inneholder de både en likviditetspremie og en premie for inflasjonsrisiko (Kaldestad & Møller, 2011). Når den lange statsobligasjonsrenten inneholder disse premiene, vil den strengt tatt ikke lenger være risikofri. Det vil si at for en gitt renteendring, vil kursen på en lang obligasjon endres mer enn på en kort obligasjon. Når vi benytter mellomlang rente, reduseres dette risikotillegget som ikke trenger å være lagt inn i avkastningskravet. (Boye & Meyer, 2008).

Revisjonsselskapet PwC og Norske Finansanalytikere Forening (NFF) gjennomførte i 2011 en spørreundersøkelse for NFFs medlemmer[9]. Der ble det blant annet spurt om hva som bør benyttes som risikofri rente i avkastningskravet til egenkapitalen. Av de 294 respondentene

svarte 44 % at 10-årig statsobligasjon bør benyttes, 21 % 5-årig statsobligasjon, mens 14 % mente at 3 måneders pengemarkedsrente skulle benyttes.

### **3.3.1.2 Risikopremie for markedsporteføljen**

Markeds risikopremie beregnes ofte på grunnlag av historiske risikopremier. En antar med andre ord at investorer historisk har realisert risikopremiene de har forventet. Dette medfører videre at en forutsetter at fremtidig risikopremie er lik historisk risikopremie. Premien beregnes ved å ta gjennomsnittet av en valgt måleperiode. Dermed vil den historiske risikopremien avhenge av hvilken måleperiode en har valgt. (Boye & Meyer, 2008). Basert på en valgt historisk måleperiode vil markedspremien tilsvare differansen mellom forventet avkastning for markedsporteføljen og risikofri rente som vi ser nedenfor:

$$\text{Markedets risikopremie etter skatt} = E(R_M) - R_F * (1 - s)$$

$$E(R_M) = \text{Forventet avkastning for markedsporteføljen}$$

$$R_F = \text{Risikofri rente}$$

$$s = \text{Skattesats}$$

Andre metoder som kan benyttes er å estimere en implisitt markedspremie basert på nåværende børskurs, eller foreta en spørreundersøkelse blant investorer og akademikere (Kaldestad & Møller, 2011). Fordelen med den førstnevnte er at den fokuserer på premien fremover, i tillegg til at den også fanger opp svingninger i premien over tid. Ulempen er derimot at metoden kan gi svært volatile resultater som er svært sensitive til input. Fordelen med sistnevnte metoden, spørreundersøkelse, er at også denne metoden fokuserer på premien fremover. Ulempen er at det kan være en utfordring å få representative deltagere for markedet.

I følge Kaldestad og Møller (2011) vil en markedspremie over tid kanskje ligge i intervallet 4 – 5 %, men at den i perioder kan ligge over og under. Koller et al. (2010), mente per mai 2009 at intervallet for markedspremien lå mellom 4,5 og 5,5 % (Koller, Copeland, Wessels, Goedhart, & Murrin, 2010). I spørreundersøkelsen gjennomført av PwC og NFF ble det blant annet spurt om hvilken risikopremie som respondentene mente burde legges til grunn. Respondentene mente i hovedsak at markedets risikopremie ville ligge på 5 % for 2011 og 2012. Dette er også det Gjesdal og Johnsen (1999) antar er normalnivå på markedspremien.

Totalt sett virker det på bakgrunn av litteratur og undersøkelser at en risikopremie på 5 % er rimelig å legge til grunn. Derfor vil en risikopremie på 5 % bli benyttet i beregningene i kapitalverdimodellen.

### 3.3.1.3 Beta ( $\beta$ )

Markedspremien er skalert i forhold til selskapets betarisiko. Det betyr at beta gir et bilde på investeringens markedsrisiko, relativt til markedsporteføljens risiko, som oppfattes som normal eller såkalt *benchmark* risiko (Boye & Dahl, 1997, p. 41). Som nevnt er beta gjennomsnittlig lik 1 for børsnoterte selskaper, og refereres til som benchmark verdien. Et selskaps betaverdi gir altså et mål på hvor volatil en aksje er i forhold til benchmark-verdien 1. Risikotillegget skaleres dermed opp eller ned på bakgrunn av selskapets risiko er henholdsvis høyere eller lavere enn markedsporteføljen. For eksempel vil en betarisiko på 2 gi en positiv øking på 2 % hvis hovedindeksen går opp 1 %. Dersom betaverdien er på 0,5 vil den samme oppgangen gi en økning på 0,5 %. Med andre ord gir betaverdien et bilde på hvor følsom selskapet er for endringer i markedet. Beta beregnes ved å dividere investeringens markedsrisiko på representativ markedsrisiko:

$$\beta = \frac{\text{Korr}_{(r,r_M)} * \text{Std}_r}{\text{Std}_{r_M}}$$

$\beta$  = *beta*

$\text{Korr}_{(r,r_M)}$  = *Korrelasjon mellom selskapet og markedsporteføljen*

$\text{Std}_r$  = *Standardavviket til investeringen*

$\text{Std}_{r_M}$  = *Standardavviket til markedsporteføljen*

Eventuelt kan en benytte en annen formel der en beregner beta ved å dele kovariansen mellom aksjen og markedet på variansen til markedet:

$$\beta = \frac{\text{Kovarians}_{(r,r_M)}}{\text{Varians}_{r_M}}$$

$\beta$  avhenger primært av aksjens finansielle risiko og forretningsrisiko. Grad av forretningsrisiko kan en få et bilde av ved å se på variabiliteten i et selskaps driftsresultater. Årsaker til høy variabilitet i driftsresultat kan for eksempel skyldes at innslaget av faste

kostnader er betydelige i en konjunkturutsatt bransje, og at det dermed er vanskelig å tilpasse kostnader til endringer i aktivitetsnivået. (Boye & Meyer, 2008). For å finne forretningsbetaen kan en multiplisere egenkapitalbetaen på egenkapitalandelen. Vi får da frem betaen selskapet ville ha hatt, om det har 100 % egenkapitalfinansiert.

Den finansielle risikoen sies å øke med økende gjeldsandel. Det vil si at hvis rentekostnaden er gitt, så vil en endring i driftsresultatet gi samme absolutte endring i nettoresultatet. Det medfører at endringen i egenkapitalrentabiliteten vil være større enn endringen i totalkapitalrentabilitet, siden egenkapitalandelen er mindre enn totalkapitalen. Det betyr at jo høyere gjeldsandel, jo større vil endringen i egenkapitalrentabiliteten bli for en gitt endring i driftsresultatet. (Boye & Meyer, 2008, p. 104).

#### 3.3.1.3.1 Regresjon og sammenligning med konkurrenter

En kan enkelt finne beta for børsnoterte selskaper på diverse nyhetstjenester. For eksempel kan en se et betaestimat basert på de siste 24 månedene i Dagens Næringsliv til børsnoterte selskaper. Ulempen ved å benytte slike betaer, er at man ikke alltid vet helt hvordan disse er estimert. Noen ganger vet man ikke hvilken tidsperiode og indeks som har blitt benyttet, og om betaen er estimert på en optimal måte. Kaldestad og Møller (2011) anbefaler derfor å foreta en egen regresjonsanalyse, eller sammenligne med bransjedata dersom det er mulig. Årsaken til at denne metoden anbefales er fordi den er regnet som mindre manipulerbar enn en fundamental vurdering. Hvis en eventuell regresjonsanalyse da skal utføres, må en ta stilling til valg av analyseperiode og valg av indeks.

I forhold til analyseperiode anbefaler Koller m.fl. (2010) at en benytter månedlig avkastning basert på de siste 5 år. I følge de bør måleperioden for en regresjonsanalyse inkludere rundt 60 datapunkter. Altså derfor 5 år og månedlige data. Å benytte en beta basert på siste 3-5 år gjelder spesielt for fastsettelse av langsiktige avkastningskrav. Det er viktig at betaestimatet reflekterer endringer i selskapets finansiering og forretningsrisiko, og statistiske målefeil (Gjesdal & Johnsen, 1999, p. 28). Grunnen til at månedlige data anbefales er fordi Koller et al (2010) mener bruk av daglige eller ukentlig avkastning kan lede til systematisk støy. De anbefaler videre å utarbeide rullerende beta for å sjekke for systematiske endringer eller utvikling i aksjens risiko.

Indeksen man skal sammenligne avkastningen til aksjen med bør være så bred som mulig. Altså at indeksen bør være så vel diversifisert og verdivektet som mulig. Problemet med norske indekser er at den skjeve vektingen mot oljerelatert industri (Kaldestad & Møller, 2011). Dette tilsier at en internasjonal indeks vil kunne gi en annerledes beta enn hvis en benytter en norsk indeks.

Selv med stor nøyaktighet i beregningene, vil betaberegningen fortsatt være et estimat. For å forbedre betaestimatet finnes det ulike teknikker for å gjøre dette. For eksempel kan en bruke Bloombergs justeringsformel eller sammenligne med konkurrenter i samme bransje. Ved å benytte justeringsformelen prøver man å fange opp statistiske målefeil og at systematisk risiko ofte normaliseres over tid gjennom endringer i et selskaps finansiering.

$$\beta_{t+1} = a * \beta_t + (1 - a) * 1$$

I formelen ser vi at fremtidig betaverdi ( $\beta_{t+1}$ ) er et gjennomsnitt av historisk betaestimat ( $\beta_t$ ) og en representativ betaverdi (1). Vekttallet  $a$  representerer vår tillit til det historiske betaestimatet. Denne tilliten kan estimeres ut fra tidligere estimater og etterfølgende betaverdier en observerer. (Gjesdal & Johnsen, 1999, p. 28).

En annen metode som kan benyttes for å forbedre betaestimatet, er å beregne gjennomsnittlig forretningsbeta for sammenlignbare selskaper. Det gjennomsnittlige forretningsbetaen multipliseres så med egenkapitalandelen i selskapet egenkapitalbetaen beregnes for (Kaldestad & Møller, 2011). Dette er en enkel metode basert på observasjon av sammenlignbare selskaper. Utarbeidelse av en beta for industrien, i stedet for en bedriftsspesifikk beta, nevnes også av Koller m.fl. (2010) som en teknikk for å forbedre estimatet av beta. De mener at så lenge estimeringsfeil (estimation errors) mellom bedriftene ikke korrelerer, så vil over- og underestimat av individuelle betaer kansellere hverandre ut. Og derfor mener de at en gjennomsnittlig industribeta vil kunne være et bedre estimat enn en bedriftsbasert beta.

### 3.3.2 Avkastningskrav for totalkapitalen (WACC)

Siden verdsettelsen av SalMar baseres på kontantstrømmer for totalkapitalen, må det beregnes et avkastningskrav for totalkapitalen. Totalkapitalkravet representerer den avkastningen hver

investert krone må gi for å betjene det samlede kravet fra kreditorer og eiere (Gjesdal & Johnsen, 1999). Grunnen til at en må beregne avkastningskravet til totalkapitalen, er at kontantstrømmen som diskonteres for å estimere virksomhetsverdien skal betjene selskapets finansieringskilder (Kaldestad & Møller, 2011). Som nevnt tidligere kan en benytte kapitalverdimodellen for å beregne avkastningskravet til egenkapitalen. Avkastningskravet til långiverne er reflektert i lånerenten. Det kan da benyttes gjennomsnittlig lånerente, eventuelt tillagt en risikopremie på grunnlag av *rating* av gjelden (Boye & Meyer 2008). Avkastningskravet til totalkapitalen kan dermed regnes ut på følgende måte:

$$WACC = EK - andel * Aksjonærenes avkastningskrav etter skatt + Gjeldsandel * lånerente * (1 - skattesats)$$

Det benyttes markedsverdi på egenkapital og gjeld. På grunn av dette vil egenkapitalandelen i WACC formelen vil normalt være mye høyere enn bokført egenkapitalandel. Grunnen til dette er at markedsverdien av egenkapitalen vanligvis er mye høyere enn bokført egenkapital (Boye & Meyer 2008). I følge Gjesdal & Johnsen (1999, s38) er representativ egenkapitalandel for selskaper notert på Oslo Børs er anslagsvis mellom 45 % og 55 %, der egenkapitalen er beregnet til børsverdi.

Finansieringen av bedriften skal i følge Miller-Modigliani-hypotesen ikke få betydning for avkastningskravet for totalkapitalen. Det vil si at totalavkastningskravet ikke vil bli endret hvis en bedrift hadde endret fordelingen fra 50 % egenkapital til 30 %. Boye og Meyer (2008) tror de forutsetningene Miller og Modigliani tar ved utvikling av sin hypotese, tilnærmet gjelder i Norge. Men samtidig antar de at en høy gjeldsandel vil føre til at totalavkastningskravet stiger på grunn av økte konkurskostnader. Det samme gjelder motsatt i forhold til at de antar at lav gjeldskostnad kan føre til økte agentkostnader. Gjeldskostnaden til selskaper kan estimeres ut fra regnskapet til selskapet en skal verdsette. Normalt er gjeldskostnaden enklere å estimere enn egenkapitalkostnaden. På grunn av at vi er ute etter en alternativkost, er markedsrente mer relevant for selskapets faktiske gjeldsrente. Et selskaps rentekostnad skal være tilgjengelig i notene til selskapet, i tillegg til informasjon om rentesatsen. Det anbefales av Kaldestad & Møller (2011) å legge til grunn dagens markedsrente for selskapet, selv om selskapet skulle betale en annen rente enn markedsrenten.

I følge Gjesdal & Johnsen (1999) inneholder lånerenten et forventet tapstillegg. Det vil si at det inneholder tillegg for administrasjonskostnader og en risikopremie. Videre mener de at dette tapstillegget ikke bør være med i beregningen av kreditorers forventede avkastning. Til tross for dette, støtter de vanlig praksis ved å benytte gjeldsrenten ved beregning av selskapets veide kapitalkostnad. Grunnen til det er at denne metoden er langt enklere enn alternativet som tilsier at man skal justere kontantstrømmer for kreditorers forventede tap.

### **3.4 Verdssettelsesmetoder**

*”kjøper man en bedrift, kjøper man bedriftens fremtidige kontantoverskudd. En verdsettelse bør derfor bygge på prognoser over bedriftens kontantoverskudd. Det vil alltid være usikkerhet knyttet til prognostisering og verdsettelse av kontantoverskudd. Bedriftsverdsettelse er derfor ingen eksakt vitenskap, men i beste fall sofistikert gjettverk”. (Boye & Meyer, 2008, s93.*

I følge Boye og Meyer (2008) er valg av metode avhengig av hvilke ressurser en har tilgjengelig, tilgang til data, og tid. Altså må en gjøre en vurdering i forhold til type verdsettelsesobjekt, og hvor mye tid og ressurser en skal benytte på det. For eksempel kan det være at en må slå raskt til for å få tilslag på kjøp av en bedrift. I slike tilfeller vil en ofte ikke ha tid til å gjøre omfattende verdiberegninger.

Det finnes i hovedsak fire ulike hovedgrupper av metoder som benyttes i verdsettelse av selskaper. Det er kontantstrømbaserte metoder, balansebaserte metoder, relativ prising, og opsjonsprisingmodeller. Kapittelet inneholder beskrivelser av de ulike metodene. Tilslutt vil jeg velge, og begrunne, de metoder jeg vil benytte i oppgaven.

#### **3.4.1 Kontantstrømbaserte modeller**

Eierne av SalMar vil forvente at selskapet eierskapet vil føre til netto kontanttilførsler i fremtiden. Et selskaps verdi er avhengig av de kontantoverskudd det vil generere. (Boye &

Meyer, 2008). Når en benytter inntjeningsbaserte verdivurderingsmetoder må en først lage prognose for framtidige kontantstrømmer. Videre må man så estimere et avkastningskrav og diskontere kontantstrømmene tilbake til dagens verdi basert på avkastningskravet (Kaldestad & Møller, 2011). For å beregne kontantoverskuddene benyttes i hovedsak egenkapitalmetoden, EVA-metoden, totalkapitalmetoden, og economic profit. I tillegg vil dividendemodeller bli gjennomgått.

### **3.4.1.1 Dividendemodeller**

Den enkleste metoden å verdsette et selskap på vil være å estimere hva fremtidig kontantstrøm til aksjonærer vil være. Denne metoden er ikke så utbredt i Norge, men blir benyttet en del i USA. Det har sammenheng med at amerikanske selskaper historisk sett har delt ut en større del av overskuddet til sine aksjonærer, enn norske selskaper. Men tendenser større utdeling av utbytte i store børsnoterte selskaper i Norge de siste årene, gjør denne metoden mer aktuell. Verdien av en aksje kan ved bruk av dividendemodellen beregnes (Boye & Meyer, 2008):

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

I følge teorien kan altså verdien på et selskap beregnes ved å beregne nåverdien av forventede fremtidige dividender ( $D$ ) i år  $t$ , og dividere det på avkastningskravet  $k$ .  $P_0$  står da for verdien av en aksje eller eventuelt selskapets egenkapital på verdsettelsestidspunktet. Siden en forventer at ingen vil forsøke å beregne dividenden for en aksje i all fremtid, foretas det ofte forenklinger (Boye & Dahl, 1997). En vil for eksempel ofte forutsette at dividenden øker med samme prosent pr. år i all fremtid. Med den forutsetning blir modellen skrevet på følgende måte:

$$P_0 = \frac{D_1}{k-g}$$

Der det er forutsatt at den første dividendeutbetalingen ( $D_1$ ) betales ut i år 1. Denne formelen er også kjent som Gordons vekstformel. Denne formelen vil jeg komme tilbake til under beregning av sluttverdi.



Dividendemodeller er nok den enkleste metoden en kan bruke for å gjøre en verdivurdering, men også den minst nøyaktige. For eksempel er verdien en kommer frem til, meget følsom for endringer i vekstforutsetningene som er lagt til grunn i modellen. Modellen vil også sprekke om veksten blir lik eller større enn avkastningskravet. Det vil være utenkelig å anta at veksten kan være større enn avkastningskravet i all fremtid. Det er mer realistisk å tenke at veksten kan være høyere eller lavere, enn et gjennomsnittsselskap i en periode, men at den deretter vokser omtrent i takt med økonomien senere (Boye & Dahl, 1997).

### **3.4.1.2 Egenkapitalmetoden**

Når en benytter egenkapitalmetoden beregner man kontantoverskuddene til egenkapitalen, og verdien på egenkapitalen beregnes så på bakgrunn av disse. Kontantoverskuddet til egenkapital etter skatt beregnes på følgende måte:

Resultat etter skatt

- + Avskrivninger
- Anleggsinvesteringer
- Økning omsetningsavhengige omløpsmidler
- + Økning omsetningsavhengig kortsiktig gjeld
- + Økning rentebærende gjeld

Kontantoverskuddene kan også finnes ved å beregne økningen i egenkapitalen. Altså reduseres resultat etter skatt ved tilbakeholdt resultat. Som vi ser ovenfor legger vi til avskrivninger til resultatet etter skatt. Grunnen til det er at resultat etter skatt er fratrukket avskrivninger. Dette legges så til igjen siden avskrivninger ikke medfører utbetalinger. Anleggsinvesteringer fratrekkes så på grunn av at de medfører en utbetaling for virksomheten som ikke er blitt tatt hensyn til i beregning av resultatet. Generelt kan anleggsinvesteringer beregnes (forutsatt at det ikke selges anleggsmidler) ved å legge sammen utgående balanse og avskrivninger, og så trekke fra inngående balanse.

Videre representerer omsetningsavhengige omløpsmidler primært utestående kundefordringer og varelager. For eksempel vil en økning i kundefordringene kunne føre til at innbetalingene blir lavere enn salgsinntektene. En økning i kundefordringer må derfor trekkes fra når vi går fra resultat til kontantoverskudd. På samme måte vil en økning i varelagrene føre til høyere

utbetalinger og medfører også fratrukk. Videre vil en legge til økning i omsetningsavhengig kortsiktig gjeld. Denne posten består for eksempel av gjeld til leverandører, og en økning i gjelden medfører dermed at utbetalingene til vareleverandørene blir mindre enn varekjøpet. Dette vil derfor gi en positiv kontantstrømeffekt.

Rentebærende gjeld legges også til i beregningen av kontantoverskuddet til egenkapitalen. Den skal legges til fordi en økning i den rentebærende gjelden vil medføre en kontantstrømtilførsel som ikke er tatt hensyn til i resultatberegningen. (Boye & Meyer, 2008). I tillegg til å utarbeide budsjetter for en valgt budsjettperiode må man i tillegg beregne sluttverdi ved periodens slutt. Det kan for eksempel gjøres ved å benytte konstant-vekstmodellen (Gordons formel), en resultatmodell (verdien finnes da ved å multiplisere siste resultat et P/E-tall som skal reflektere virksomhetens forventede risiko og vekst etter utløpet av budsjettperioden.), eller benytte bokført verdi verdistorrelsen ved utløpet av budsjettperioden.

### 3.4.1.3 EVA-metoden/Superprofittmetoden

Et alternativ til metoden ovenfor kan være å benytte EVA-metoden. Fremgangsmåten er da å finne verdien av egenkapitalen ved å ta utgangspunkt i bokført verdi for egenkapitalen som tillegges nåverdi av fremtidig *superprofitt*. For å beregne superprofitt reduserer man budsjetterte resultater med kostnadene knyttet til egenkapitalen (Boye & Meyer, 2008). Superprofitt (også kalt residual income) kan altså beregnes ved å ta utgangspunkt i resultat før rentekostnader, og deretter trekke fra for skatt og produktet av sysselsatt kapital og avkastningskravet (Gjesdal & Johnsen 1999). Differansen mellom økonomisk verdi og bokført verdi kalles for *goodwill*. Godwill er nåverdien av fremtidig inntjening. Formelen for EVA-metoden er:

$$\text{Verdi} = \text{Bokført verdi for EK} + \sum \frac{\text{Superprofitt}}{(1+k)^t}$$

Fordelen med EVA-metoden er at sluttverdiberegningen får mindre betydning i forhold til DCF-metoden. Det er positivt siden det er knyttet stor usikkerhet til beregning av sluttverdien. Videre er det vanlig med en todeling av perioden, både ved bruk av DCF-metoden og EVA-metoden, å dele fremtidig superprofitt i to deler. Grunnen til dette er at det er lettere å

predikere det som kan skje i den nære fremtid, enn det som ligger i det fjerne. En deler da inn ved å først beregne nåverdien av superprofitt i perioden frem til tidspunkt T, og deretter nåverdien av superprofitt i resten av levetiden. Som vi ser under er det i denne todelte formelen antatt konstant internrente (r) og konstant vekst i bokført verdi (g), etter tidspunkt T.

$$V_0 = B_0 + \sum_{t=1}^T \frac{C_t - A_t - kB_{t-1}}{(1+k)^t} + \frac{r-k}{k-g} B_t \frac{1}{(1+k)^T}$$

### 3.4.1.4 Totalkapitalmetoden

Når en benytter totalkapitalmetoden beregnes det som om selskapet er 100 % egenkapitalfinansiert. Altså regner en da ut kontantoverskuddene som blir tilgjengelig til betjening av rentebærende gjeld og egenkapitalen. (Boye og Dahl side 27, 1997).

Kontantoverskuddet til totalkapitalen kan beregnes på følgende måte:

Driftsresultat

- skatt av driftsresultatet

Driftsresultat etter skatt

+ Avskrivninger

- Anleggsinvesteringer

- Økning omsetningsavhengige omløpsmidler

+ Økning omsetningsavhengig kortsiktig gjeld

Vi ser her at utgangspunktet for beregningen er driftsresultatet etter skatt, til forskjell fra egenkapitalmodellen som benytter resultat etter skatt. En ser også bort ifra endring i rentebærende gjeld, og at rentekostnader reduserer skatten. Videre tas det hensyn til rentekostnader ved at lånerenten etter skatt blir beregnet. Et alternativ til denne beregningen av kontantoverskuddene, er å trekke fra økning i egenkapital og rentebærende gjeld fra driftsresultat etter skatt. En skal da komme frem til samme kontantoverskudd. Eventuelle negative kontantoverskudd må dekkes gjennom betaling fra kapitallyterne. Dette kan skje for eksempel gjennom aksjeemisjon og låneopptak (Boye & Meyer, 2008).

Som nevnt budsjetterer man ofte for 5 – 15 år. I tillegg til å beregne verdien av kontantoverskuddene i budsjettperioden, må en beregne verdien ved budsjettperiodens slutt. De metodene som oftest brukes til å beregne sluttverdi er konstant-vekst-modellen (Gordons formel), en resultatmodell, eller ved å ta utgangspunkt i bokført verdi for verdistørrelsen ved utløpet av budsjettperioden (Boye & Meyer, 2008). Boye og Meyer (2008) anbefaler å benytte konstant-vekst-modellen, også kjent som Gordons formel. Årsaken til at konstant-vekstmodellen foretrekkes er fordi at en må ta eksplisitte forutsetninger i forhold til utviklingen i fremtidig inntjening etter budsjettperioden. Svakheten med resultatmodellen mener de er at en ikke får frem hvilke forutsetninger verdiberegningen bygger på. For beregning av sluttverdi vil jeg benytte en formel foreslått av Koller et al. (2010).

$$\text{Sluttverdi} = \text{NOPLAT}_{t+1} * \frac{\left(1 - \frac{G}{\text{RONIC}}\right)}{\text{WACC} - G}$$

$\text{NOPLAT}_{t+1}$  = NOPLAT året etter prognoseperioden

WACC = Avkastningskravet til totalkapitalen

RONIC = Forventet vekst i ROIC etter prognoseperioden

G = Forventet evig vekst i NOPLAT

Formelen ovenfor benyttes for sluttverdiberegninger når en benytter fri kontantstrøm som verdsettelsesmetode. I følge Koller et al.(2010) må veksten i den andre perioden være mindre enn WACC for at formelen skal være valid. RONIC representerer som en ser overfor forventet vekst i avkastning på investert kapital etter prognoseperioden. I følge Koller et al. (2010) kan denne settes lik WACC om en forventer at konkurranse etter hvert vil eliminere unormale overskudd. Men for selskaper med konkurransefortrinn foreslår forfatterne at RONIC kan settes lik det en prognostiserer selskapet kan tjene etter prognoseperioden.

### 3.4.1.5 *Economic Profit*

En metode som også kan benyttes ved verdivurdering av et selskap er en metode kjent som *Economic profit*. Dette er en metode som ligner på EVA/Superprofitt. Forskjellen fra metoden beskrevet tidligere er at economic profit tar utgangspunkt i investert kapital, mens metoden beskrevet tidligere tar utgangspunkt i egenkapitalen. Economic profit beregnes ved at en tar utgangspunkt i investert kapital ved begynnelsen av perioden. Superprofitt/økonomisk profitt

kan altså beregnes ved å ta utgangspunkt i resultat før rentekostnader, og deretter trekke fra for skatt (NOPLAT) og produktet av investert kapital og avkastningskravet

$$Verdi_0 = Investert\ kapital_0 + \frac{Economic\ Profit}{WACC - g}$$

Ved å summere for hvert år i prognoseperioden får en da verdi av prognoseperioden. Videre kan sluttverdien beregnes ved konstant vekst modellen introdusert tidligere. Sluttverdien beregnes da ved å dele økonomisk profitt året etter prognoseperioden med WACC fratrukket antatt vekst. Formelen for sluttverdi blir da:

$$Sluttverdi = \frac{Economic\ profit_{t+1}}{(WACC - g)}$$

Fordelen med Economic Profit/EVA-metoden er som nevnt at sluttverdiregningen får mindre betydning i forhold til DCF-metoden. Det er positivt siden det er knyttet stor usikkerhet til beregning av sluttverdien.

### **3.4.2 Balansebaserte verdsettelsesmetoder**

Balansebaserte metoder for verddivurdering tar utgangspunkt i en verdsettelse av selskapets eiendeler, fratrukket gjeld og utsatt skatt/latent skatt når dette eventuelt er relevant (Boye & Dahl, 1997). De vanligste balansebaserte metodene er matematisk verdi, substansverdi, og likvidasjonsverdi.

#### **3.4.2.1 Matematisk verdi**

I følge Boye og Dahl (1997) har matematisk verdi blitt benyttet i forbindelse med forkjøpsrettsbestemmelser i vedtektene og aksjonæravtaler. Den matematiske verdien skal gi uttrykk for regnskapsmessig verdi av selskapets egenkapital basert på aksjelovens/regnskapslovens vurderingsregler. Matematisk verdi anses, av Boye et al. (1997), å generelt ha liten verdi. Det er fordi aksjelovens/regnskapslovens regler baseres på

forsiktighetsprinsippet, eller laveste verdis prinsipp. Det medfører at reelle verdier og inntjeningsbaserte verdier ofte vil kunne avvike sterkt fra bokført egenkapital.

### **3.4.2.2        *Substansverdi***

Substansverdi beregnes ved å ta markedsverdien av eiendelene fratrukket markedsverdien av gjelden. I Norge er alle konsernregnskap for børsnoterte selskaper pålagt å bygge på IFRS-standarden (International Financial Reporting Standards). Det følger at selskap som SalMar har utstrakt bruk av markedsverdiprinsippet. Det vil si at en har anledning til å føre opp investeringseiendommer og andre eiendeler i regnskapet til markedsverdi. For eksempel skal fisken SalMar har i sine oppdrettsanlegg vurderes til markedspris. Metoden egner seg til bruk når:

- ”Det eksisterer et marked der eiendelene kan selges uavhengig av virksomheten.
- Eiendelenes verdi er uavhengig av den virksomheten som drives i selskapet
- Kjøp av bedriften er et alternativ til kjøp av eget anlegg.”

(Boye & Dahl, 1997 s13)

Substansverdi baseres på siste tilgjengelige balanse på tidspunktet verdsettelsen skal foretas. Balansen skal altså deretter korrigeres for mer-/mindreverdi i selskapets gjeld og eiendeler. I følge Boye og Meyer (2008) er det mer hensiktsmessig å basere verdsettelsen på en kontantstrømbasert modell når det foreligger *goodwill*. Det betyr altså at selskapet får mer (eventuelt mindre som kalles *badwill*) ut av eiendelene enn andre selskaper. For eksempel kan det være at et oppdrettsselskap er historisk kjent for å klare å være mer kostnadseffektiv enn andre i bransjen. Foreligger det *goodwill* vil virkelig verdi for selskapet avvike fra substansverdien.

### **3.4.2.3        *Likvidasjonsverdi***

Likvidasjonsverdien er en versjon av substansverdimetoden. Forskjellen er at likvidasjonsverdien skal gi et bilde av hva som er det teoretisk laveste beløpet eierne vil sitte igjen med, skulle virksomheten avvikles. I forhold til substansverdien må likvidasjonsverdien korrigeres for differanse mellom bokførte verdier og realisasjonsverdier for eiendeler og gjeld (Boye & Dahl, 1997). Likvidasjonsverdien vil nesten alltid være lavere enn substansverdien. Dette skyldes at likvidasjon innebærer i de fleste tilfeller at det vil foreligge en ekstra rabatt til

kjøper. Forsert salg vil altså ofte føre til prisavslag. I tillegg vil likvidasjon og avvikling av en virksomhet som oftest medføre ekstrakostnader som ikke substansverdien påvirkes av.

### **3.4.3 Opsjonsbasert verdsettelse**

En opsjon er en rett, men ikke en plikt, til å kjøpe eller selge et underliggende aktiva innen en spesifisert dato til en spesifisert pris. En Amerikansk opsjon kan innløses når som helst frem til utløpsdato, mens en Europeisk opsjon bare kan innløses ved utløpsdatoen (Hull, 2012).

Som eksempel kan det tenkes at en har en Europeisk salgsoptjening på en aksje. Opsjonen gir en rettighet til å selge en aksje A, til en gitt pris  $x$  frem til tidspunkt  $T$ . Hvis da aksjekursen  $A$  er under  $x$  vil det lønne seg for investorer å selge. Det motsatte vil da gjelde for en kjøpsopptjening.

Opsjonsprisermodeller egner seg når et selskap opererer under stor grad av usikkerhet. De tradisjonelle verddivurderingsmetodenes svakhet er da, at de ikke klarer å kvantifisere verdien på fleksibilitet. Altså et selskaps mulighet til å tilpasse seg endrede markedsforhold.

Eksempler på slike tilpasningsmuligheter kan være muligheter for ekspansjon hvis markedet tar av, utbygging av oljefelt om prisene skulle øke, nedleggelse hvis markedet utvikler seg negativt osv. (Boye & Meyer, 2008). En opsjonsprisermodell kan gi en verdi som kan ta hensyn til slike forhold.

### **3.4.4 Relativ Prising/Komparativ verdsettelse**

En verddivurdering basert på relativ prising (komparativ verdsettelse) baserer seg på verdien av andre tilsvarende selskaper. Verdien på tilsvarende selskaper kan finnes om de nettopp er omsatt, eller hvis de er børsnoterte. Siden selskaper ofte kan ha forskjeller i inntjeningspotensialet, korrigerer en for dette ved å benytte multiplikatorer. En multiplikator kan betegnes som forholdet mellom verdi og en verdidriver. (Boye & Meyer, 2008).

Den mest brukte multiplikatoren, er  $P/E$ .  $P$  står for aksjepris, eller eventuelt verdi av egenkapitalen, og  $E$  står for ordinært resultat per aksje, eventuelt ordinært resultat.  $P/E$  faktoren vil reflektere både risiko og vekstpotensialet.  $P/E$  tallet er altså en relativ

verdivurdering. Forholdstallet benyttes ofte til sammenligninger mellom bedrifter. Problemet med å gjøre dette i Norge er at det kan være få selskaper i samme bransje å sammenligne med, og selskapene kan være diversifiserte. Slike bedriftsspesifikke forhold kan være såpass utslagsgivende at P/E tallet ikke blir så relevant i praksis (Boye & Dahl, 1997). En annen ulempe med P/E er at det påvirkes av kapitalstrukturen, i tillegg til ikke-operasjonelle gevinst og tap.

$$P/E = \text{Aksjepris} / \text{Ordinært resultat per aksje}$$

Multiplikatoren som er mest benyttet etter P/E, er P/B (pris/bok). Dette forholdstallet gir et bilde på børskurs i forhold til bokført egenkapital. I Dagens Næringsliv oversikt over børs og marked, er det de to sistnevnte forholdstallene som oppgis som nøkkeltall for selskapene som er notert på børsen. Andre nøkkeltall som kan benyttes er blant annet PEG (P/E dividert med forventet vekst), P/Salg, EV/EBITDA (EV=enterprise value eller totalkapital), P/Cash flow. Et annen multiplikator som blir anbefalt brukt fremfor forholdstall som P/E, er EV/EBITA. Forholdstallet er likt P/E, men forskjellen er at det fokuserer på totalkapitalverdien (enterprise value), i stedet for aksjeprisen. Det er fire faktorer som driver EV/EBITA multiplikatoren. Disse er selskapets vekst, ROIC (return on invested capital), skatt, og totalkapitalkravet (WACC). Hvis en da bare foretar sammenligninger mellom selskaper i samme bransje vil skatt og totalkapitalkravet være likt mellom referanseselskaper, som vil forbedre sammenlignbarheten (Koller et al. 2010). Vekst og ROIC vil da være de faktorene som vil være forskjellige mellom selskapene. Derfor kan dette da være en metode som kan være bedre å bruke fremfor P/E.

Fordelen ved bruk av multiplikatorer er at de er raske, og lite ressurskrevende. Ulempen går ut på noe av det samme, altså at den er litt for enkel. Med det menes at mange forutsetninger må være til stedet for at bruk av relativ prising vil gi korrekt verdi. Blant annet må referanseselskapet; være korrekt priset, benytte samme regnskapsprinsipp, vekstutsikter og risiko bør være like (Boye & Meyer, 2008 s178). Altså må selskapene være sammenlignbare, i form av at de er i samme bransje, ha like teknologier, ha de samme kundene, og ha relativt lik størrelse på selskapet.

I tillegg til å benyttes i verdsetting, kan også relativ prising brukes i forhold til kvalitetssikring av verdivurderingen. Det vil si at en kan benytte metoden til å foreta rimelighetsvurderinger



av en verdivurdering en har gjort ved hjelp av andre metoder. Et annet poeng til fordel for relativ prising, er at slike verdivurderinger ofte kan reflektere markedets stemning bedre enn andre verdivurderingsmetoder. Det er fordi at dagens verdi av sammenlignbare selskaper inngår i verdiberegningen (Boye & Meyer, 2008). Men andre ord vil bruk av multiplikatormodeller stå relativt svakt alene, men kan utgjøre et godt supplement til andre metoder.

### **3.4.5 Valg av verdsettelsesmetode**

Som nevnt innledningsvis bør valg av verdsettelsesmetode i følge Boye og Meyer (2008) avhenge av verdsettelsesobjektet. Samtlige av overnevnte metoder har sine styrker og svakheter. Opsjonsprising egner seg som nevnt best når selskapet opererer under stor grad av usikkerhet. Selv om en kanskje kan argumentere for at volatiliteten i lakseprisene representerer en slik usikkerhet, er den ikke av like stor skala eksemplene nevnt fra oljeindustrien. I forhold til balansebaserte metoder anser jeg ikke nedleggelse som et sannsynlig alternativ. Koller et al. (2010) anbefaler at en ikke benytter likvidasjonsverdimetoden hvis ikke nedleggelse er sannsynlig. Boye og Meyer (2008) fraråder også bruk av denne metoden, samt substansverdimetoden. Siden selskapet historisk sett har SalMar vært kjent for å være kostnadseffektiv og i stand til å skape goodwill, vil derfor ikke metoden være godt egnet til verdivurderingen. De mener som nevnt at kontantstrømbaserte metoder vil egne seg bedre i så tilfelle.

Jeg har valgt å legge vekt på kontantstrømbaserte verdivurderingsmodeller i min verdsettelse av SalMar. Som nevnt i begynnelsen av kapittelet, kjøper man en bedrifts fremtidige kontantoverskudd ved kjøp av et selskap. Boye og Meyer (2008) anbefaler derfor at en verdsettelse bygger på prognoser over selskapets kontantstrøm. De kontantstrømbaserte modellene jeg vil benytte er totalkapitalmetoden og economic profit metoden. Årsaken til at jeg ikke har valgt å benytte egenkapitalmetoden og EVA-metoden beskrevet i dette kapittelet er fordi jeg har valgt å fokusere på SalMars verdiskapning. Med andre ord har jeg valgt å ikke inkludere tilknyttede selskaper som ikke er konsolidert inn i prognosen av fremtidige kontantstrømmer. En anvendelse av egenkapitalmetoden og EVA ville da blant annet medført at en må ta stilling til de tilknyttede selskapenes andeler av rentebærende gjeld. På grunn av at slike tilfeller kunne endt opp i at en må ta en rekke forutsetninger, anser jeg det derfor slik at

totalkapitalmetoden og economic profit metoden egner seg bedre for verdsettelsen av selskapet.

Relativ prising vil bli benyttet for å kvalitetssikre verdivurderingen gjort ved kontantstrømbaserte modeller. Altså vil relativ prising bli benyttet til å foreta rimelighetsvurderinger av de kontantstrømbaserte metodene ved å sammenligne med markedsverdien av egenkapitalen, og i tillegg sammenligne med andre lakseselskaper.

### **3.5. Litteraturgjennomgang av tidligere verdsettingsoppgaver av oppdrettsselskaper**

Formålet med å ha en litteraturgjennomgang i denne oppgaven er å finne ut hvilke forhold jeg bør være spesielt oppmerksom på i min verdivurdering. Det er derfor gjennomgått tidligere masteroppgaver i verdivurdering som også har tatt for seg oppdrettsselskaper. Dette vil kunne gi et bedre bilde på hva som kan påvirke fremtidig inntjening for SalMar ASA. Det er derfor gjennomgått 4 tidligere masteroppgaver, der Marine Harvest (Island, 2009), Lerøy Seafood Group (Kleven & Kolseth, 2010) (Fasting, 2006), og Scottish Sea Farms Limited (Melingen, 2011) har vært objektet for verdivurderinger. Ved å se på de tidligere oppgavenes strategiske vurderinger av det eksterne og interne, vil jeg prøve å identifisere viktige faktorer som vil påvirke fremtidig inntjening for SalMar ASA, og dermed verdivurderingen. I tillegg vil jeg se på en masteroppgave som har sett på effekten mellom prisen på laks har på aksjekursen til oppdrettsselskaper.

#### **3.5.1 Ekstern analyse**

I samtlige av de tidligere masteroppgavene er, foruten om oppgaven om Scottish Sea Farms, Michael Porters modell for bransjeanalyse (Porters 5 Forces) blitt benyttet for å analysere de eksterne faktorer som påvirker selskapene. I denne modellen analyseres dynamikken og konkurransesituasjonen i bransjen selskapet er aktør i gjennom å se på påvirkning fra kunder, leverandører, substitutter, trussel om etablering fra nye aktører, og rivalisering[10].

Rivalisering går ut på konkurransen mellom de direkte konkurrentene som tilbyr det samme. Rivaliseringen i bransjen ansees som lav. Dette begrunnes med at på grunn av at laks er et

tilnærmet homogent produkt, er mulighetene for differensiering begrenset. I tillegg er det vanskelig å differensiere seg med hensyn til kvalitet på grunn av høye kvalitetskrav i bransjen allerede. Siden prisene i markedet er relativt fastsatt vurderes det slik at selskapene kjemper i større grad mot kostnader enn hverandre.

Muligheten for nyetablering i en bransje avhenger av etableringshinder som eksisterer. Det vil si hvor lett en ny aktør kan etablere seg i oppdrettsnæringen. Trusselen om etablering fra nye aktører vurderes generelt som lav. Dette begrunnes med at etablering avhenger av at man får en kjøpe konsesjoner, så man kan med andre ord ikke fritt utvide. På grunn av dette har det vært en betydelig konsolidering i bransjen i de siste årene. Bransjen beskrives som kapitalintensiv og at det kreves "know how", og fokus på forskning og utvikling i form av kostnadsreducerende innovasjon.

Med substitutter menes et produkt som kan dekke samme behov, men som kommer fra en annen bransje. Et eksempel på et substitutt for laks kan være kylling. Generelt vurderes trusselen fra substitutter til å være lav til moderat.

Kundenes påvirkning på konkurransesituasjon er knyttet til kundenes forhandlingsmakt. Makten til kundene avhenger av hvor mange kunder og tilbydere som er i markedet. Denne konkurransefaktoren vurderes generelt til å være moderat på grunn av en viss forhandlingsmakt på grunn av homogent produkt som bidrar til prisene presses ned, og i tillegg mange tilbydere.

Konkurransefaktoren i forhold til leverandører går ut på forhandlingskraft og avhengighet selskapet har ovenfor sine leverandører. For oppdretterne er for eksempel førkostnader en betydelig kostnad i produksjonen, og gjør det viktig å kunne forhandle fram gode avtaler med førprodusenter. På grunn av dette har det vært en trend mot høyere grad av vertikal integrasjon for mange lakseselskaper, mens andre har hatt sterkt fokus på å forhandle fram så gode avtaler som mulig for å sikre seg gode priser. På bakgrunn av dette vurderes leverandørenes rolle som betydelig for oppdrettsselskapene.

### **3.5.2 Intern analyse**

De interne analysene i de ulike oppgavene har analysert selskapene som de har verdivurdert for å avdekke konkurransefortrinn. Viktigheten av råvaretilgang og kostnadseffektiv drift understrekes av samtlige, men ingen kan sies å ha et varig identifiserbart konkurransefortrinn i forhold til andre. I tillegg påpekes også viktigheten av at sikring av prisen på innsatsfaktorer til produksjonen. Dette gjør selskapene gjennom som økende grad av vertikal integrasjon eller fokus på å forhandle frem gode leveringsbetingelser og priser. På grunn av at laks er et relativt homogent produkt vektlegger både Lerøy og Marine Harvest forskning og utvikling. Fokuset er på å kunne produsere så effektivt som mulig, og redusere muligheten for lakselus. Videre trekkes representasjon i utlandet frem som en mulig fordel i forhold til å ha flere ben å stå på. Det i form av å ha salgskontor og nettverk, samt produksjon.

#### *Laksepris, slaktevolum og etterspørselsvekst*

I motsetning til de andre oppgavene, har verdivurderingsoppgaven om Scottish Sea Farms valgt en annen tilnæringsmetode enn Porters 5 Forces. En strategisk analyse av selskapet ble vurdert som spekulativt siden man manglet nok dybdekunnskap om eiernes langsiktige visjoner angående selskapet, og deres gjennomføringsevne. Oppgaven fokuserte derfor heller på å gi en kort innføring om laksepriser, produksjon av atlantisk laks, og langsiktige trender i forhold til blant annet etterspørsel.

### **3.5.3 Sensitivitet i verdivurderinger**

For å sjekke sensitiviteten til endringer i sine verdivurderinger har samtlige oppgaver foretatt sensitivitetsanalyser. Fremtidig driftsinntekt og kostnader har utgjort faktorene som har vært mest sensitive for endringer i verdierestimatene. Endring i vekstfaktorene til inntektene og kostnadene medførte betydelige endringer i estimatet av verdien. I tillegg medførte også endringer i avkastningskravet og produksjonsvolum relativt store endringer på verdivurderingen i oppgavene. Dette understreker viktigheten av gode estimater, og prognoser i forhold til vurderingen av fremtidig vekst, og beregning av avkastningskrav.

### **3.5.4 Sammenheng mellom laksepris og aksjekurs**

Det er flere faktorer som påvirker aksjekursen til et børsnotert selskap. Det er faktorer som for eksempel tilbud og etterspørsel, råvarepriser, valutakurser, og prognoser på fremtidige

inntjening. I masteroppgaven ” *Effekten av endringer i lakseprisen på aksjekursen til noen utvalgte lakseselskaper på Oslo Børs* ” ble data fra perioden 2002 til 2007 analysert for å analysere hvordan effekt lakseprisen (SSB gjennomsnittlig daglig kilopris) hadde på aksjekursen (Albrigtsen, 2007). I deres undersøkelser fant de ut at lakseprisen forklarte i overkant av 97 % av variasjonene i aksjekursen. Med andre ord kom de fram til at lakseaksjer ikke er i samsvar med aksjeteori som sier at det er en rekke faktorer som er bestemmende for fremtidig aksjekurs. Men samtidig fant deres undersøkelser ut at elastisiteten var ulike for de tre forskjellige selskapene de så på. For eksempel viste det seg at en endring på 1 % i aksjeprisen, hadde etter 3 dager hadde en ført til at aksjen til Marine Harvest endret seg med 2,3 %. Marine Harvest var det selskapet som reagerte sterkest på endringene i pris. Forklaringer på dette mente forfatteren kunne være at de andre selskapene var mindre omsatte på børsen. Og i tillegg kunne de skyldes at de andre selskapene, Cermaq og Lerøy Seafood Group, var mer diversifiserte. Det i form av at Lerøy, i tillegg til laks, også har hvitfisk og pelagisk fisk i sin produktportefølje, og at Cermaq produserer fiskefôr i tillegg til laks. De fant også ut at negative prisendringer slår sterkere ut på kursen enn positive endringer. Dette indikerer igjen viktigheten av å kunne forutsi fremtidig pris på laks, samtidig som det indikerer litt kortsiktighet i aksjemarkedet hvis undersøkelsene stemmer med virkeligheten. Basert på dette vil jo markedsverdien på et oppdrettsselskap gå betydelig ned hvis prisen går ned, selv om dette er noe som bør være tatt høyde for i aksjekursen fra før av.

## **Oppsummering av litteraturgjennomgang**

På grunn av mangel på tilstrekkelig informasjon, har tidligere oppgaver som har foretatt en intern analyse av oppdrettsselskaper vært litt manglende. De har derfor hatt litt problemer med å trekke ut hva selskapene har konkurransefortrinn på i forhold til de andre selskapene. Generelt virker råvaretilgang, kostnadseffektiv drift, sikring av pris på innsatsfaktorer, FoU, og representasjon/produksjon i utlandet kunne være en fordel for et oppdrettsselskap.

## **4 Risikoanalyse, intern analyse og framtidsutsikter**

For å kunne utarbeide prognoser for fremtidig vekst vil dette kapittelet vurdere ulike markeds- og operasjonelle risikofaktorer og utviklingstrekk. Før børsintroduksjon ble det utarbeidet et prospekt for selskapet som blant annet inneholder generell informasjon om de mest relevante risikofaktorene. Formålet med dette er å være i bedre stand til å utarbeide fremtidige prognoser for selskapet. Jeg vil benytte samme rammeverk som ble benyttet i selskapets prospekt, men gå mer i dybden på de ulike risikofaktorene.

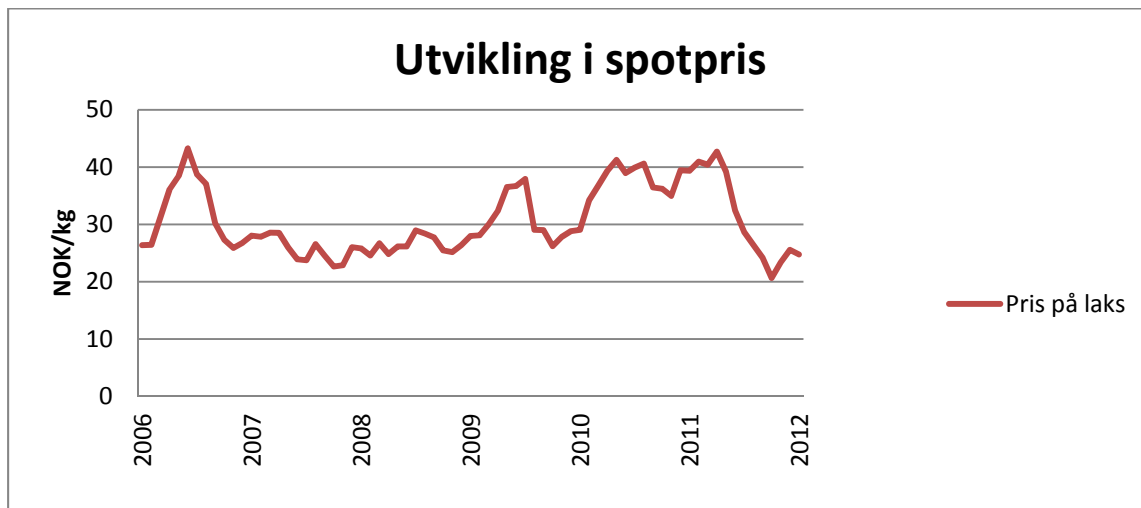
For å foreta interne analyser finnes en rekke modeller en kan ta utgangspunkt i. Utfordringen med å foreta en intern analyse er at det er vanskelig å kunne vurdere om SalMar har et konkurransefortrinn i forhold til sine konkurrenter. Tidligere oppgaver nevnt i litteraturgjennomgangen har tatt utgangspunkt i modeller som VRIO og SWOT i sine interne analyser. Jeg har valgt å ikke benytte slike modeller. Årsaken til dette er problemet med å vurdere om selskapet har konkurransefortrinn fremfor andre. Den interne analysen består derfor av en vurdering av ulike faktorer som kan skape konkurransefortrinn. Avslutningsvis vil jeg vurdere selskapet i forhold til disse faktorene.

### **4.1 Markedsrisiko**

#### **4.1.1 Lakseprisen**

Når en vurderer prisen på laks, kan en for eksempel skille mellom pris til videreforedler og pris til detaljisthandel. Videre kan man skille mellom pris for hel laks mot pris på frossen laks, og prisen for hel laks og videreforedlet laks. Det har ofte vært stor forskjell mellom prisen i butikken, og prisen oppdretterne får for laksen. Dette har vært nevnt som en av grunnene til at SalMar har satt seg som langsiktig mål at over 20 % av laksen de selger skal være videreforedlet. I tillegg til å kunne spare på transportkostnader ser selskaper muligheter for å kunne ta en større del av verdiene som skapes i verdikjeden (SalMar, "Årsrapport 2010"). Men selv om mange av oppdrettsselskapene har økt fokus på videreforedling, selges laksen hovedsakelig hel som fersk, eller frossen. Jeg vil som nevnt tidligere avgrense oppgaven til å se på utvikling og tendenser for fersk laks, og da se på pris per kilo.

Utviklingen i spotprisen på laks de siste årene har vært svært volatil som vi kan se i modellen under. Prisene er hentet fra Fishpool.eu og er basert på gjennomsnittlig (ikke volumjustert) månedlige priser. Gjennomsnittlig pris fra 2005 til januar 2012 var 30,67 NOK, mens gjennomsnittlige høyeste og laveste pris i perioden var henholdsvis 43,25 (juni 2006) og 20,64 (oktober 2011). Hvis en tar utgangspunkt i en gjennomsnittlig kostnad per kilo på 22,25 sier det seg selv at man vil kunne ha opplevd store svingninger i lønnsomheten.



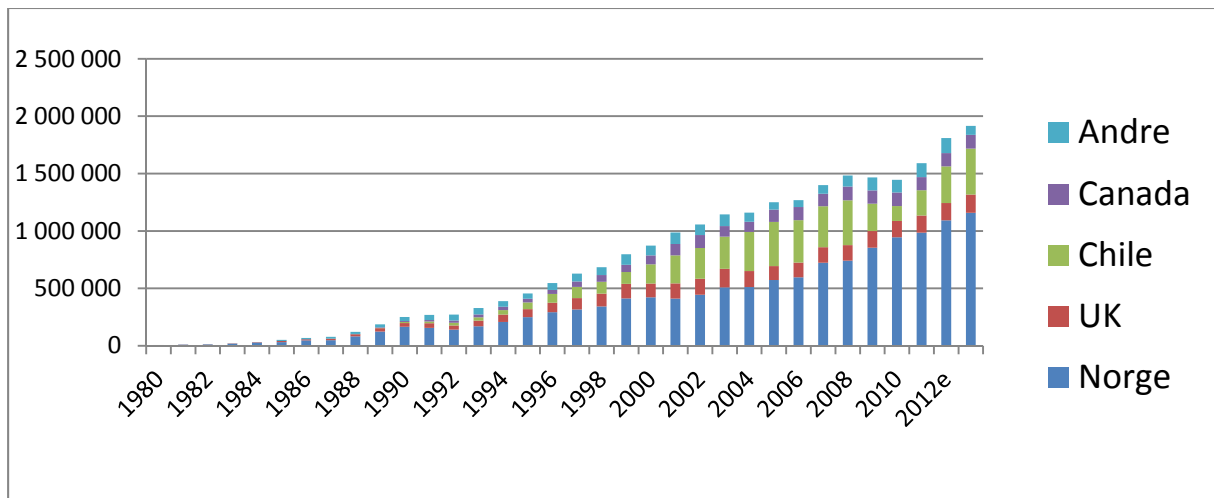
Figur 3: Utvikling i spotprisen basert på månedlig gjennomsnittlig (ikke vektet) pris. [11]

Siden laks regnes å være et relativt homogent produkt er mulighetene for differensiering begrenset. Og i tillegg, som de tidligere masteroppgavene identifiserte, er det også vanskelig å differensiere seg med hensyn til kvalitet på grunn av høye krav i næringen. Dette gjør at norske oppdrettere ikke bare konkurrerer med hverandre, men også med utenlandske oppdrettere. Siden prisen en oppnår i markedet er et resultat av tilbud og etterspørsel, vil det være hensiktsmessig å se på utviklingen i nettopp disse.

#### **4.1.1.1                      Produksjon/Tilbud**

Tilbudet av laks består av villaks og oppdrettslaks. Mens produksjon av oppdrettslaks har hatt en enorm vekst siden oppstarten, har fangst av villaksen vært forholdsvis stabil i løpet av de siste 25 årene (Asche & Bjørndal, 2011). I løpet av årene er næringen blitt mer og mer internasjonal, med eierskap som strekker seg over landegrensene. Marine Harvest, verdens største oppdrettsselskap, har blant annet produksjon i Norge, Chile og Skottland. Faktorer som sykdomsutbrudd, politikk, handelsbarrierer, produksjonskostnader og vekstmuligheter er med på å legge føringer for produksjonen i de ulike landene. I figuren nedenfor ser vi

verdensproduksjon av laks. Der ser vi et eksempel på hvordan sykdomsutbruddet reduserte Chiles produksjon av laks etter 2007. Nedgangen i tilbudet fra Chile kan ha vært årsaken til de høye lakseprisene en har sett i figuren ovenfor. Som vi ser i figuren er Norge, Chile, UK og Canada de største produsentene av atlantisk laks.



Figur 4: Verdensproduksjon av Atlantisk laks. [12]

## Norge

Norge er verdens største produsent av Atlantisk laks. Den store veksten i produksjon det siste tiåret har som nevnt tidligere vært resultatet av produktivitetsforbedringer i næringen. Dette har skjedd til tross for at antall konsesjoner har vært relativt uendret siden slutten av 1980-tallet. Handelsbarrierer har stor betydning for tilbudet fra de ulike lakseproduserende landene, og kanskje spesielt Norge. I 1991 opplevde norske eksportører rammet hardt av handelsrestriksjoner i USA. Etter det ble innført en antisubsidie – og antidumping avgift på norsk laks i USA, ble USA eliminert som marked for eksport av norsk laks. Denne avgiften ble i midlertidig fjernet i 2012[13]. I tillegg møter norsk laks på tariffen i EU i forhold til blant annet betydelige tariffen på prosesserte produkter, som har ført til at laks som er videreforedlet i Norge aldri har blitt så viktig siden EU er et av de viktigste markedene for norsk laks (Asche og Bjørndal, 2011).

## Chile

Chile er verdens nest største produsent av atlantisk laks. Som vi kan se i figur 4 har produksjonen økt betydelig i samtlige land de siste 20 årene. Chile har gode naturlige forhold



for lakseproduksjon og har hatt stor vekst i produksjon av laks fra år 1986 til nå. Fordeler som blant annet en vanntemperatur som endrer seg mindre enn i Europa, lave lønns- og fôrkostnader, samt aktiv promotering av næringsutvikling fra myndighetene, gjør Chile til et attraktivt land for produksjon av laks. Chiles største ulempe i forhold til Norge, er at det ligger lengre unna de viktigste markedene. Dette har ført til høye transportkostnader knyttet til laks fra Chile. I den siste tiden de derimot økt sin eksport til Argentina, som kan være et nytt stort marked for landet dit laksen kan transporteres billigere. Betydningen av et sykdomsutbrudd ble eksemplifisert for Chile opplevde et enormt sykdomsutbrudd i sin produksjon som resulterte i en sterk signifikant reduksjon av produksjon i 2009 og 2010 (Asche og Bjørndal, 2011), noe vi også kan se i figuren. Chile gikk da fra å produsere ca. 26 % av verdensproduksjonen i 2008 til 9 % i 2010. Før sykdomskrisen var Chile den største produsenten av laks når vi regner med produksjon av Coho laks og ørret. Produksjonen i Chile er forventet å øke. På grunn av sykdomsutbruddet landet opplevde i 2007, er det derimot usikkerhet knyttet til om Chiles næring blir levedyktig.

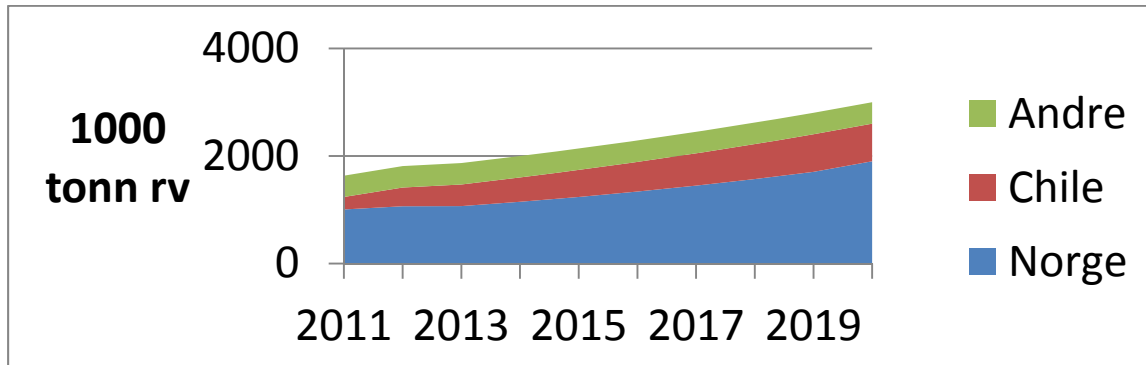
#### Skottland/UK

UK stod i 2010 for ca. 8-9 % av verdensproduksjon av laks. Produksjonen fra Skottland skjer i hovedsak på Shetland. En forventer ikke økt produksjon som følge av flere lokaliteter for oppdrett. Dette gjør at man antar at eventuell økning av produksjon må være et resultat av vekst i produktivitet, eller nye muligheter på grunn av ny produksjonsteknologi. Laks fra Skottland har normalt sett hatt vanskeligheter med å konkurrere med norsk laks med tanke på produksjonskostnad. Dette har medført at lakseprodukter fra Skottland har fokusert mer på kvalitet enn høyt volum og lav pris (Asche & Bjørndal, 2011).

#### Oppsummert

Fremtidig vekst i produksjon vil mest sannsynligvis være ledet av Norge og Chile. Produksjon fra Chile er forventet å være tilbake til normalt produksjonsnivå i 2013 og at videre vekst vil komme. I figuren nedenfor ser en Norges Sjømatråds estimat for produksjonsbehov frem til 2020. I følge Norsk Sjømatråd, er det også et stort "behov" for videre vekst i produksjon fra Norge, og spår at behovet vil øke med 900 000 tonn frem til 2020. For å kunne dekke dette kreves en årlig vekst på ca. 8 %. Samtidig tror Norsk Sjømatråd at mesteparten av veksten fra Chile vil gå til nye markeder, og dermed ikke skape konkurranse på eksisterende markeder. Hvis forutsetningen om vekst i produksjonen holder vil altså produksjonen omtrent tredobles

til år 2020. Hvis denne forutsetningen holder, vil dette igjen kunne føre til lavere pris, såfremt dette økte tilbudet ikke etterfølges av et lignende skift i etterspørselen. Det er ikke kjent hva slags laksepris Norges Sjømatråd legger til grunn for det økte produksjonsbehovet.[14]



Figur 5: Estimert produksjonsbehov. Hentet fra presentasjon mottatt på mail fra Paul T. Aandahl. [14]

#### 4.1.1.2 *Etterspørsel*

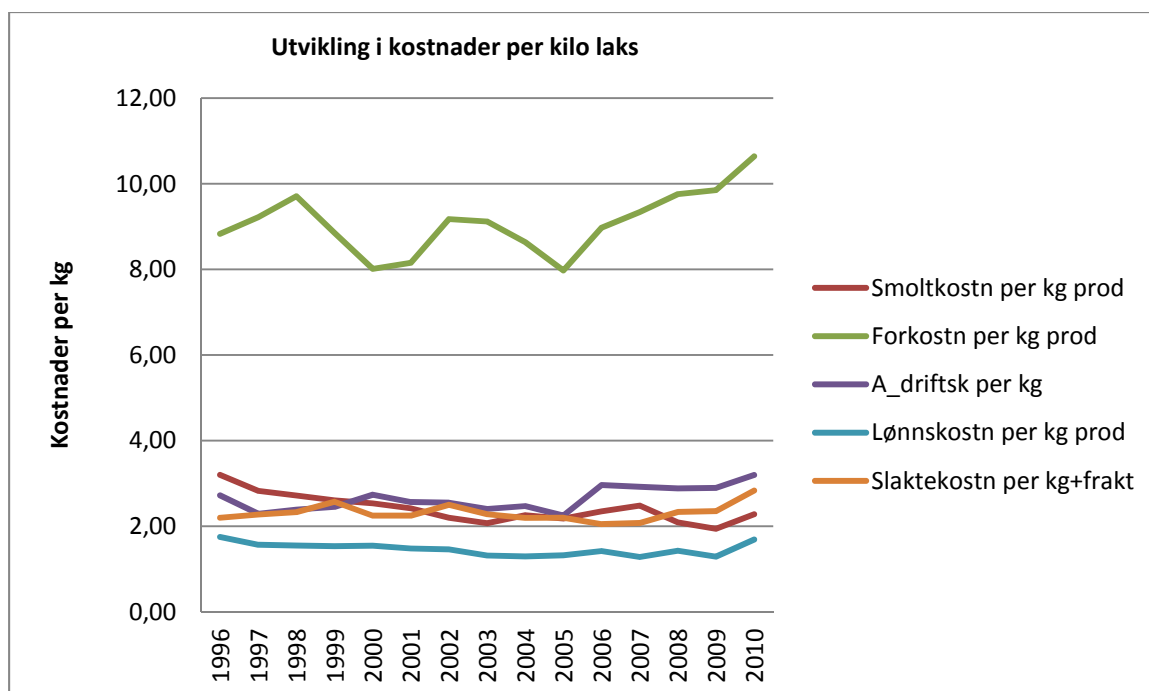
I følge Norsk Sjømatråd ble det i 2011 eksportert norsk laks for en verdi av 29,2 milliarder kroner med en gjennomsnittlig eksportpris på 31,93 kr per kilo. Dette er en nedgang på 6,6 % i forhold til 2010[15], og skyldes en prisreduksjon på laksen. Samtidig var 2010 et historisk godt år for eksport av norsk laks med en gjennomsnittspris på 37,5 kr/kg, i forhold til 30,7 i 2009 og 26,9 i 2008.

Siden laks er et relativt dyrt fiskeprodukt har EU, Japan og USA vært de viktigste eksportmarkedene for laks på grunn av betalingsevnen. De siste årene har det derimot vært stor utvikling i Russland, Sørøst-Asia, Brasil og Øst-Europa, der eksporten har økt betydelig siden 2000. Som et eksempel på det er det estimert at det ble eksportert 49,5 tusen tonn laks til Russland i 2008 i forhold til 1,1 tusen tonn i 2000 (Asche og Bjørndal, 2011). Den økonomiske krisen i Europa kan på den ene siden føre til en redusert etterspørsel av laks. Samtidig gjør den lave lakseprisen at flere har råd til å kjøpe laks.

I følge FNs matvareorganisasjon øker verdens etterspørsel etter fisk. Samtidig har andelen av villfanget fisk nådd sin grense. Dette understreker behovet for oppdrettslaks i framtiden. I tillegg anslår som nevnt Norsk Sjømatråd at det vil være behov for ytterligere 900 000 tusen tonn produsert atlantisk laks fra Norge innen 2020, og tilsvarer en dobling av dagens nivå.

## 4.1.2 Utvikling i kostnader i Norge

De største kostnadene per kilo oppdrettslaks var i 2010 smoltkostnader (ca. 10,3 % av totale produksjonskostnader), fôrkostnader (ca. 47,8 %), andre driftskostnader (ca. 14,4 %), lønnskostnader (ca. 7,6 %) og slaktekostnader (ca. 12,6 %) (Vedlegg 1). 2005 var et historisk godt år med rekordlave kostnader i forhold til tidligere år. Siden 2005 har totale produksjonskostnader hatt en gjennomsnittlig (aritmetisk) årlig vekst på ca. 5 %.



Figur 6: Utvikling i kostnader per kilo laks i Norge. Basert på tall fra Terje Vassdal 2012. Nominelle tall

Fôrkostnader har tradisjonelt stått for omtrent halvparten av kostnadene knyttet til oppdrett. Dermed er det stor risiko knyttet til framtidig utvikling med hensyn til fôrkostnader. Fra 2005 til 2010 har det vært en vekst i kostnadene på ca. 33,4 % (fra 7,98 til 10,64 kr per kg). En nylig studie har vist at etterspørsel etter fiskemel (fishmeal) til lakseoppdrett ikke er sensitiv for endringer i økte priser i marine proteiner (Tveterås & Tveterås, 2010)[36]. Altså indikerer dette at konsumeringen heller er bestemt av tilbudet enn høyere priser. De fant også ut at konkurransen med storfe (livestock) kombinert med den store utviklingen i Kina har bidratt til å presse prisene opp. Men studien fant også at bruken var avtakende ved økende produksjon, og avtakende generelt. De mente også at hvis laksen skal kunne være konkurransedyktig mot annen oppdrettsfisk og kjøttprodukter er reduksjon av bruken av fiskemel uunngåelig. Altså er det trender mot å finne alternativer til det eksisterende fôret som blir brukt.

Fôrfaktor er en indikator for hvor mye fôr som blir brukt per kilo produsert. Altså indikerer fôrfaktor hvor mye laks oppdretteren har fått igjen for fôret som er benyttet. Som en ser av tabellen nedenfor har det vært en økning i bruken av fôr de siste årene. Denne tabellen gir derimot et bilde på den gjennomsnittlige bruken, og spredningen i undersøkelsen som ble utført var stor. Enkelte selskaper hadde hatt en fôrfaktor under 0,9 og mange hadde fôrfaktor over 1,6 [16]. Allikevel gir denne tabellen et bilde av en negativ utvikling i utnyttelse av fôr generelt i næringen.

År	1995	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Fôrfaktor	1,19	1,2	1,23	1,19	1,23	1,28	1,28	1,35

Figur 7: Utvikling i gjennomsnittlig fôrfaktor. Hentet fra Fiskeridirektoratet lønnsomhetsundersøkelse for matfiskproduksjon, laks og regnbueørret. [16]

Videre har kostnader til smolt, slakting, lønn og andre driftskostnader hatt en gjennomsnittlig endring fra 2005 til 2010 på henholdsvis ca. 1 %, 5 %, 5 %, og 8 %. Altså er smoltkostnaden den eneste kostnaden som ikke har økt så kraftig. Men fra 2009 til 2010 økte smoltkostnadene med ca. 15 % fra 1,94 til 2,28. I følge Fiskeridirektoratet kan økningen i gjennomsnittlig smoltkostnad relateres til lav produksjonsvekst i perioden[16].

I tabellen under kan en se produktivitetsutvikling målt som gjennomsnittlig produksjon per årsverk. Som en kan se av tabellen har næringen historisk sett opplevd en enorm produktivitetsvekst. Hvis vi sammenligner produksjon i 1985 på 30 254 kg per årsverk, med produksjon i 2010 på 368 801, ser vi en betydelig økning. Utviklingen de siste årene har som vi kan se av tabellen variert, og kan tyde på at en har nådd et tak med hensyn til gjennomsnittlig produksjon per årsverk.

År	Produksjon per årsverk
1985	30 254
1990	61 401
1995	152 418
2000	299 476
2005	382 767
2006	384 687
2007	428 872
2008	394 390
2009	445 335
2010	368 801

Tabell 2: Utvikling i gjennomsnittlig produksjon per årsverk. Tall i kilo. Hentet fra Fiskeridirektoratets lønnsomhetsundersøkelse 2010 [16].

## 4.2 Operasjonell risiko

### 4.2.1 Sykdom

Det er vanlig å påregne tap i produksjonen av oppdrettslaks, anslagsvis dør ca. 10 % av utsatt smolt før fisken blir slaktet. Dette skjer for eksempel når sykdomsutbrudd bryter ut, og medfører slakting. I januar i 2012 ble det påvist PD virus i SalMars lokaliteter i Finnvik i Tromsø kommune som medførte at all fisk måtte destrueres. Dette førte til at 2,1 millioner individ med en snittvekt på 300 gram med beholdningsverdi på ca. 30 millioner kr gikk tapt[17]. Selv om dette tapet kanskje ikke er så betydelig for SalMar, gir det et bilde av risikoen som ligger i produksjonen av oppdrettslaks. Et utbrudd i et større område med større produksjon kan derfor gi store tap for selskaper som driver med oppdrett.

## 4.3 Annen risiko

### 4.3.1 Offentlig regulering, forvaltning og MTB-regulering

For å kunne drive med oppdrett er selskapene avhengige av naturressurser, som igjen er betraktet som et økonomisk fellesgode. På grunn av dette er næringen sterkt offentlig regulert, og får også betydelig politisk fokus. Næringen er avhengig av en bærekraftig bruk av ressursene både med hensyn til det økonomiske aspektet, men også miljømessig. Det er blitt hevdet at kompetent offentlig forvaltning er en nøkkelfaktor for sjømatnæringen i alle land.

Dette innebærer blant annet at selskapene ikke fritt kan utvide sin produksjon uten flere konsesjoner fra myndighetene. Fiskeri- og kystdepartementet fokuserer på at det skal legges til rette for videre vekst i norsk havbruksnæring, men at forutsetningen er at dette skjer på en bærekraftig måte[18]. Det innebærer at mål om akseptabelt lusenivå, god resistensutvikling, og at tiltak for reduksjon av lakselus må ha vist effekter for å kunne øke kapasitet. Videre oppfordrer departementet til å flytte fokus fra volumvekst, til å heller fokusere på verdivekst siden de mener at økt verdi ikke bare oppnås gjennom økt vekst (Asche & Bjørndal, 2011) (Asche & Tveterås, 2011). Dette medfører altså som nevnt at videre vekst for selskaper med produksjon i Norge er avhengig av myndighetenes tillatelse for å kunne øke sin produksjon.

I 2005 ble det innført en MTB-reguleringen (maksimal tillatt biomasse) i oppdrettsnæringen. Dette innebar at næringen gikk fra å være regulert på basis av førkvote, til å bli regulert på basis av maksimumsgrense for biomasse på konsesjonsnivå[19]. Dette har i ettertid medført en rekke reaksjoner. I følge Norske Sjømatbedrifters Landsforening har dette medført problemer for de minste aktørene i bransjen[20]. Dette begrunnes med at selskaper med flere konsesjoner og hyppigere utsett vil enklere produsere opp mot maksimal grense over lengre tid, og er dermed i stand til å produsere mer per konsesjonsenhet. Også andre har tatt til orde for å øke den maksimalt tillatte biomasse, uten at dette har skjedd[21].

Innføring av MTB i oppdrettsnæringen gir et bilde av hvordan reguleringer kan påvirke næringen. En kan kanskje tenke seg at utviklingen i kostnadene fra 2005 og frem til 2010 kan ha blitt påvirket av denne reguleringen. Gitt at dette kan ha en sammenheng, vil dermed en økning eller reduksjon i MTB kunne medføre betydelige endringer med hensyn til lønnsomhet.

#### **4.3.2 Restriksjoner på internasjonal handel**

Handelsbarrierer vil også kunne påvirke oppdrettsselskapene. Som nevnt har handelsbarrierer og tariffen hatt stor betydning for Norge. I 2005 opplevde norske lakseeksportører importforbud fra Russland. Nyheten førte til at aksjekursen til oppdrettsselskaper falt kraftig på børsen. Daværende selskaper som Fjord Seafoods, Lerøy og Pan Fish falt med henholdsvis 4,7, 4,1 og 3,4 % [22]. I april 2012 fikk flere norske eksportører også forbud mot å eksportere laks til Russland. Dette ble begrunnet den russiske veterinærtjenesten med at varer som var sendt ikke tilfredsstilte landets krav[23]. I 2010 gav Nobelkomiteen fredsprisen til Liu Xiaobo. Som svar på dette har det oppstått en isfront mellom Norge og Kina, og lakseeksporten

stupte etter annonseringen fra nobelkomiteen[24]. Dette gir et bilde av konsekvenser restriksjoner på eksport kan medføre.

## **4.4 Intern analyse**

### **4.4.1 Kostnadseffektivitet**

Samtlige av de tidligere verdsettelsessoppgavene av lakseselskap har trukket frem viktigheten av en kostnadseffektiv drift. Viktigheten av dette er kanskje enda mer aktuell nå siden lakseprisen har blitt kraftig redusert i den siste tiden.

I selskapets prospekt og årsrapporter understrekes selskapets fokus på å være kostnadsleder i næringen. I prospektet kommer det fram at selskapet anser laks for å være et relativt homogent produkt, og at det er sterk konkurranse i næringen. SalMar mener dermed at det er avgjørende å ha fokus på lave kostnader for å oppnå profitt og avkastning på kapitalen. SalMar fremstiller seg selv som kostnadseffektiv. Som nevnt tidligere (virksomhetsområde og strategisk satsningsområde: kapittel 2.1.4), prøver selskapet å holde kostnadene nede ved å implementere *best practice*. Dette innebærer at selskapet har sterk fokus på å identifisere hvorfor enkelte produksjonslokaliteter klarer å produsere til lavere kostnad, og dermed videreføre dette til lokaliteter med et høyere kostnadsnivå. En videre vurdering av selskapets kostnadseffektivitet vil bli vurdert etter regnskapsanalysen.

### **4.4.2 Råvaretilgang**

I figur 6 så man hvordan de største kostnadene i næringen har utviklet seg de siste årene. For å unngå prissvingninger har det vært en økende grad av vertikal integrasjon. I følge Kvaløy og Tveterås (2000), har denne utviklingen gitt de store oppdrettsselskapene konkurransefortrinn igjennom økt kontroll av kostnader[25]. Gjennom å være selvforsynt med for eksempel smolt, er SalMar sikret tilgang til denne innsatsfaktoren. Dette gjør at selskapet sikrer seg for eventuelle endringer i pris på smolt, sammenlignet med hvis selskapet skulle kjøpt dette i eksternt. Per dags dato har selskapet aktivitet innen stamfisk, settefisk, oppdrett, slakting og bearbeiding, i tillegg til salg (SalMar ASA, Årsrapport 2010”). Gjennom å være vertikalt integrert sikrer altså selskapet seg mot prisendringer på disse innsatsfaktorene.

Men produksjonen av disse innsatsfaktorene krever også andre input som selskapet kjøper eksternt. Dette er for eksempel fôr og veterinærtjenester. Som en så i figur 6, består omtrent halvparten av produksjonskostnadene for oppdrett, av nettopp fôrkostnader. Selskapet vil derfor være sårbar for endringer i pris for denne innsatsfaktoren, siden dette ikke produseres av selskapet. Men dette vil igjen gjelde for samtlige av de norske oppdrettsselskapene, med unntak av Cermaq som også produserer fôr. I tillegg til sikring av pris på innsatsfaktorer, er sluttmarkedet i følge Kvaløy og Tveterås (2000), mye av drivkraften til den vertikale integrasjon. Med det menes at en står sterkere i forhandlingene ovenfor stor dagligvarekjeder som har fått økende makt og som stiller stadig økende krav til produktene. Altså kan det at SalMar selv bearbeider laksen gjøre at de stiller sterkere i forhold til dagligvarekjedene gjennom at de da selv kan sikre kvaliteten på sine produkter.

#### **4.4.3 FoU**

Som nevnt tidligere er forskning og utvikling en viktig kilde for produktivitetsvekst. En av årsakene til at et høykostland som Norge har klart å konkurrere med lavkostland er på grunn av kontinuerlig fokus på innovasjon[26]. SalMar har i sin årsrapport for 2011 kommunisert at selskapet har et stort fokus på forskning og utvikling innen alle av konsernets virksomhetsområder. Dette gjelder både selskapets biologiske produksjon og videreforedling.

Det er vanskelig å vurdere om selskapet har et konkurransefortrinn i forhold til konkurrentene med tanke på FoU. En vurdering av dette vil fort kunne ende opp i spekulasjoner på grunn av mangel på informasjon med hensyn til konkurrenter. Generelt kan en si, på bakgrunn av informasjon fra selskapet, at dette er en område som tillegges stor fokus.

#### **4.4.4 Representasjon/produksjon i utland**

Laksen SalMar produserer selges av eget salgsapparat og av nære samarbeidspartnere. Selskapet selv anser nærhet til markedet og kunder som viktig for å kunne sikre god utnyttelse av råstoff, og sikre at det har gjennomgått en effektiv, kontroller, og sporbar produksjonsprosess[27]. SalMars kunder består av globale store og små eksportører og importører, samt foredlingsbedrifter og butikkjeder. SalMar har egne salgskontor i Japan og Korea[4]. Ser en bort fra tilknyttede selskaper foregår all produksjon i Norge.



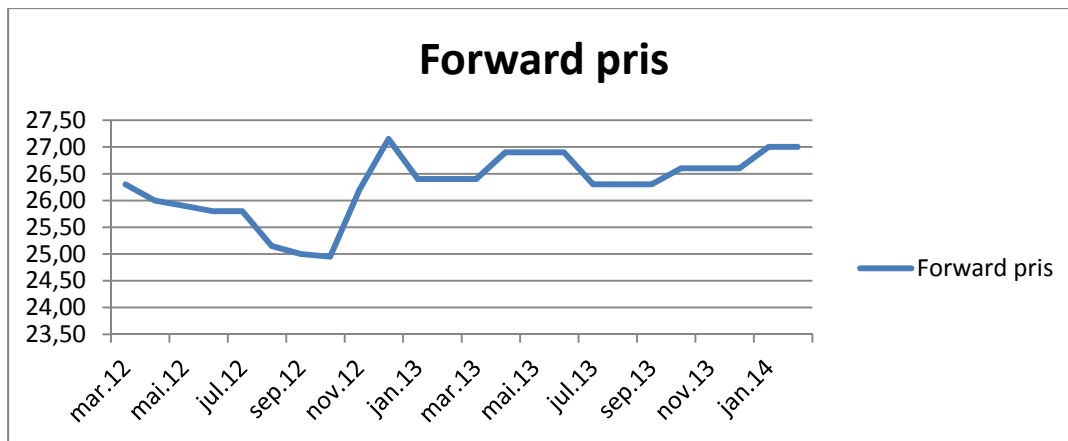
I forhold til konkurrenter som Lerøy og Marine Harvest kan det tenkes at disse har en fordel med hensyn til representasjon i utland. Lerøy har for eksempel salgskontor i Portugal, Japan, Kina, USA, og Frankrike. I tillegg produserer for eksempel Marine Harvest mye av sitt kvantum utenfor Norge. Dette kan være en fordel med hensyn til eventuelle handelsbarrierer som bare rammer norske lakseprodusenter.

#### **4.4.5 Oppsummering av intern analyse**

I en periode med lave laksepriser, vil det være rimelig å anta at selskaper som produserer til laveste kostnad har et konkurransefortrinn fremfor konkurrentene. Men som SalMars samarbeid med Lerøy kan indikere, virker det som om det er viktigere å klare å holde kostnadene nede, enn å nødvendigvis ha konkurransefortrinn i forhold til konkurrentene. Det er også videre vanskelig å vurdere om SalMar har et konkurransefortrinn i forhold til konkurrentene, med hensyn til råvaretilgang, FoU, og representasjon i utland. Generelt vil det være rimelig å anta at selskaper som klarer å produsere til laveste kostnad, og som oppnår gode avtaler på fôr, vil ha en fordel. Det nærmeste en kommer et godt sammenligningsgrunnlag i forhold til konkurrentene, vil være regnskapsanalysen. Derfor har jeg videre fokusert på denne for å vurdere selskapets prestasjoner og eventuelle fortrinn.

#### **4.5 Framtidsutsikter**

Det er store utfordringer knyttet til å lage prognoser om fremtiden til et oppdrettsselskap. Som det fremgår i tidligere oppgaver, har faktorene laksepris og produksjonskostnader hatt størst betydning for deres verdivurderinger. Eksportprisen på laks er et resultat av tilbudet og etterspørselen i markedet. Forwardprisen en kan finne på Fishpool.eu reflekterer forventningene til medlemmene de neste 2 årene. I modellen nedenfor ser vi at forventet pris per kilo laks er forventet å ligge mellom 25 til 27 kr.



Figur 8: Forward pris: Hentet fra Fishpool.eu 22.02.2012 kl 12.00 [28]

Utviklingen i prisen på laks er som nevnt avhengig av tilbud og etterspørsel etter laks. Hvis vi tenker oss en etterspørselskurve der pris og mengde er inverst relatert, er det logisk at en lavere pris på laks vil føre til en høyere etterspørsel. Samtidig kan eksterne forhold som for eksempel inntektsendringer føre til skift i etterspørselskurven. Den økonomiske krisen i Europa kan kunne føre til et negativt skift i etterspørselskurven, men det kan tenkes at en lavere laksepris holder etterspørselen stabil.

I forhold til verdens produksjon av atlantisk laks antar man en fortsatt vekst. En antar at fortsatt vekst i produksjon i all hovedsak vil være ledet av Norge og Chile. I følge Norges Sjømatråd vil det økte tilbudet i hovedsak kunne gå til nye markeder, eller markeder med store potensielle vekstmuligheter.

Totale produksjonskostnader siden 2005 har hatt en gjennomsnittlig årlig økning på ca. 5 %. Utviklingen de siste årene har altså vært negativ og kan tyde på at vi kanskje har nådd et bunnivå med hensyn til kostnader. Dette reflekteres også i forhold til produktivitetsutviklingen som en har sett. Kostnadene som har økt mest siden 2005 har vært førkostnader og andre driftskostnader. Målt i reelle kostnader basert på 2010 tall, økte kostnadene på før og andre driftskostnader henholdsvis 1,72 og 0,68 kr per kilo fra 2005 til 2010. Til tross for kostnadsutviklingen i Norge, er produksjonskostnadene i Chile og Skottland tilnærmet lik Norges kostnader[29].

De viktigste risikofaktorene som vil påvirke fremtiden til et oppdrettsselskap som SalMar vil hovedsakelig være lakseprisen og produksjonskostnader. Fra å ha opplevd høye laksepriser

ser det nå ut til at selskapene nå må forberede seg på lavere laksepriser en stund fremover. Siden det er vanskelig å forutse endringer for eksempel i reguleringen, og eventuelle handelsbarrierer, vil videre fokus tillegges laksepris og produksjonskostnader.

## 5 Regnskapsanalyse av SalMar ASA

I dette kapittelet vil jeg se på de historiske regnskapene til SalMar og analysere den økonomiske utviklingen i selskapet. Det vil bli gitt en innføring i den økonomiske utvikling basert på nøkkeltallanalyse av selskapets rentabilitet, likviditet, soliditet og finansiering. Beregningene er basert på formlene introdusert i kapittel 3.2.

Siden selskapet ble børsnotert i 2007 har jeg valgt å se på regnskapene fra 2007 til 2011. Siden selskapet er børsnotert, pålegger dette at regnskap er ført i samsvar med IFRS. Dette medfører blant annet at eiendeler og gjeld må vurderes til virkelig verdi. Det vil for eksempel bety at gjeldstallene som er oppført i regnskapene altså representerer markedsverdien for gjelden til SalMar.

Etter regnskapsanalysen av SalMar vil jeg sammenligne selskapets nøkkeltall med deres konkurrenter. For å få et bedre vurderingsgrunnlag for SalMars historiske prestasjon fra 2007 til 2011, er SalMars utvikling sett i forhold til tre konkurrenter. Disse er Marine Harvest, Lerøy Seafood Group og Grieg Seafood. Samtlige selskap er registrert på Oslo børs og driver med oppdrett av laks.

Bedriftssammenligninger har i følge Eklund og Knutsen (2003) sine begrensninger. Dette skyldes blant annet vanskeligheter i forhold til å oppnå tilstrekkelig standardisering av grunnlagsmaterialene nøkkeltallene baseres på og for liten homogenitet i gruppen av bedrifter. I denne sammenhengen kan en for eksempel trekke fram Lerøys virksomhet som også omhandler pelagisk fisk og andre typer fiskeprodukter. I tillegg er for eksempel mye av Marine Harvests produksjon lokalisert andre plasser enn i Norge. Til tross for begrensningene av bedriftssammenligninger, mener Eklund og Knutsen (2003) at slike sammenligninger kan gi indikasjoner på hva som kan være selskapenes sterke og svake sider. Derfor er SalMars prestasjon sammenlignet med disse tre konkurrentene som jeg vurderer som mest egnet. For å beregne selskapenes nøkkeltall er tall hentet fra selskapenes kvartalsrapporter fra 4. kvartal.

## 5.1 Presentasjon av årsregnskapet og nøkkeltall i analyseperioden

Først vil jeg nå presentere SalMars resultatregnskap og balanse for analyseperioden. Som en ser i resultatregnskapet nedenfor presenteres kun hovedpostene. De oppgitte lakseprisene er basert på gjennomsnittlig spotpris hentet fra Fishpool.eu. SalMars resultatregnskap og balanse fra 2007 til kan sees i sin helhet i vedlegg 2.

Tabell 3: Hovedpostene i resultatregnskapet i analyseperioden. Tall i NOK 1000

Resultatregnskapet	2007	2008	2009	2010	2011
Driftsinntekter	1 677 687	1 714 256	2 377 305	3 429 432	3 829 044
Totale driftskostnader	1 266 292	1 376 794	1 792 546	2 456 643	3 237 706
<b>Driftsresultat før verdijustering</b>					
<b>biomasse</b>	<b>411 395</b>	<b>337 462</b>	<b>584 759</b>	<b>972 789</b>	<b>591 338</b>
Verdijustering biomasse	94 234	-32 996	-4 624	181 023	-356 693
<b>Driftsresultat EBIT</b>	<b>505 629</b>	<b>304 466</b>	<b>580 135</b>	<b>1 153 812</b>	<b>178 210</b>
Netto finansresultat	-24 369	-69 764	53 968	106 972	-27 734
Resultat før skattekostnad	481 260	234 702	634 103	1 260 784	150 476
Skattekostnad	129 431	65 874	163 217	302 667	13 106
<b>Årsresultat</b>	<b>351 829</b>	<b>168 828</b>	<b>470 886</b>	<b>958 118</b>	<b>147 372</b>
Årlig gjennomsnittlig laksepris	25,7	26,4	31,0	37,3	31,9
SalMars produksjon (Tonn)	52 000	53 000	64 000	65 000	93 000
<b>Driftsresultat per kilo sløyd vekt*</b>	<b>7,9</b>	<b>6,4</b>	<b>9,1</b>	<b>15,0</b>	<b>6,4</b>

Som en ser økte driftsinntektene betraktelig 2009 og 2010. Dette ser vi at skyldes mest sannsynlig en høyere laksepris. I tillegg økte SalMar sin produksjon i tidsrommet.

Driftskostnadene økte også i samme tidsrom, men vi ser spesielt en betydelig øking i totale kostnader fra 2009 til 2010 selv om produksjon bare økte marginalt. En ser en videre økning i 2011, men dette er reelt sett en nedgang, i forhold til økningen i produksjon. Produksjonen økes med omtrent 50 % fra 2010 til 2011, mens driftsinntektene bare øker med 12 %.

Det estimerte driftsresultatet per kilo sløyd vekt gir et godt bilde av utviklingen i perioden. Økningen i laksepris i 2009 og 2010 resulterte i høyere driftsresultat per kilo, men lavere laksepris i 2011 resulterte i en nedgang.

I tabellen nedenfor ser vi utviklingen i SalMars eiendeler i analyseperioden. Som en ser har det vært en relativt stabil positiv vekst i eiendelene, med unntak av en sterk økning i 2010. Endringen i anleggsmidler skyldes i all hovedsak endringer i immaterielle eiendeler i form av oppkjøpte konsesjoner. Endringen i omløpsmidler i 2010 skyldes hovedsakelig endring i bokført verdi av biologiske eiendeler (fisk i sjø). Altså kan mye at denne verdiøkningen være et resultat av at markedsverdien på laks har økt. Markedsverdien beregnes ut fra markedspris på laks. Siden denne var historisk høy i 2010 medførte det at markedsverdien av de biologiske eiendelene økte betydelig (SalMar ASA, "Årsrapport 2010").

Tabell 4: Eiendeler i analyseperioden. NOK 1000

<b>EIENDELER</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Anleggsmidler	1 657 651	1 792 844	1 961 817	3 469 929	3 969 807
Omløpsmidler	1 202 606	1 275 515	1 588 519	2 362 942	2 346 618
<b>Sum eiendeler</b>	<b>2 860 257</b>	<b>3 068 359</b>	<b>3 550 336</b>	<b>5 832 871</b>	<b>6 316 425</b>

Videre ser vi utviklingen til egenkapital og gjeld i tabellen nedenfor. Ikke overraskende ser vi samme utviklingen her. Økningen i egenkapital skyldes et sterkt årsresultat for 2010 fratrukket utbytte og honorarer for opsjoner. Grunnen til nedgangen i 2011 er et svakt årsresultat i tillegg til at det ble betalt ut utbytte for 2010 på 409,7 millioner. Gjelden har også økt betydelig i 2010. I følge SalMar er årsaken til dette i all hovedsak kjøp av Rauma Gruppen, Stettefisk AS og kjøp av 29 % av Bakkafrost PF (SalMar ASA, "Årsrapport 2010").

Tabell 5: Egenkapital og gjeld i analyseperioden. NOK 1000

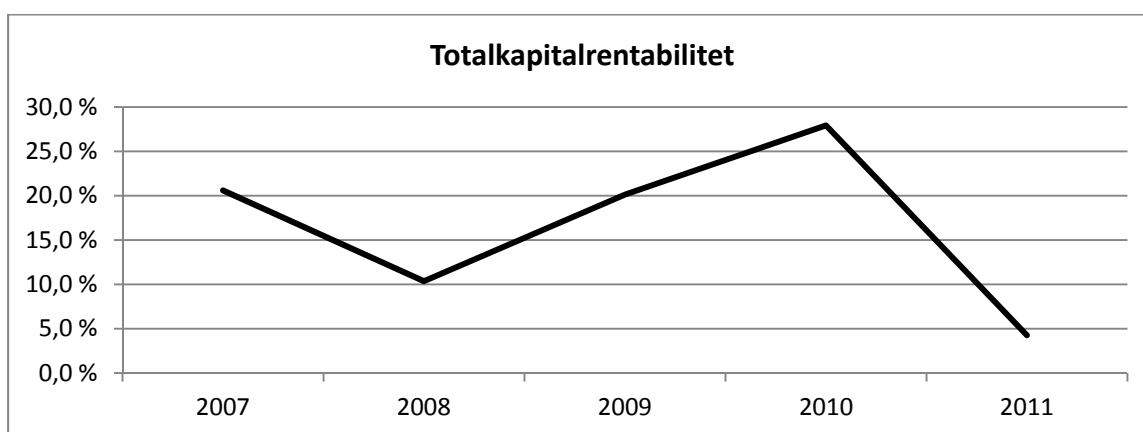
<b>EGENKAPITAL OG GJELD</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
<b>Egenkapital</b>	<b>1 287 326</b>	<b>1 315 112</b>	<b>1 699 806</b>	<b>2 469 367</b>	<b>2 214 610</b>
<b>Gjeld</b>	<b>1 572 931</b>	<b>1 753 247</b>	<b>1 850 531</b>	<b>3 363 505</b>	<b>4 101 815</b>
<b>EK og Gjeld</b>	<b>2 860 257</b>	<b>3 068 359</b>	<b>3 550 337</b>	<b>5 832 872</b>	<b>6 316 425</b>

## 5.2 Rentabilitet

### 5.2.1 Totalkapitalrentabilitet (TKR)

Som kjent viser totalkapitalrentabiliteten SalMars avkastning på den totale kapitalen som er bundet i bedriften (Eklund & Knutsen, 2003). I figuren under ser en SalMars utvikling i totalkapitalrentabilitet i analyseperioden.

Tabell 6: TKR i analyseperioden



Som en ser har det vært store svingninger i SalMars TKR utvikling de siste årene. Endringer i TKR fra år til år kan skyldes at resultatet er endret mens kapitalen er uendret, eller at resultatet er uendret mens kapitalen er endret. Det som er mest vanlig er en kombinasjon av de to (Eklund & Knutsen, 2003). For å kunne forklare endringene i TKR kan en da dekomponere ved å se på resultatgrad og kapitalens omløpshastighet. I tabellen under ser en at utviklingen i TKR skyldes at både resultat og kapital har endret seg.

Tabell 7: Resultatgrad, kapitalens omløpshastighet og TKR i analyseperioden

Årstall	2007	2008	2009	2010	2011
Resultatgrad før skatt	31,6 %	18,5 %	27,1 %	36,8 %	7,5 %
Kapitalens omløpshastighet	0,67	0,58	0,74	0,77	0,65
TKR	21,1 %	10,8 %	20,2 %	28,2 %	4,8 %

Hvis en da multipliserer resultatgraden med kapitalens omløpshastighet får vi igjen totalkapitalrentabiliteten til SalMar. Vi ser altså også her at lønnsomheten har vært varierende og har et toppnivå i 2010, samtidig som aktørene i næringen da opplevde historisk høye laksepriser. Kapitalens omløpshastighet har økt helt frem til 2010, og så redusert i 2011. Vi

kan se i resultatregnskapet at dette skyldes relativt uendrede inntekter samtidig som gjennomsnittlig totalkapital har økt. Dette tilsier dårligere utnyttelse av kapitalen som SalMar disponerer. Årsaken til dette er med stor sannsynlighet lavere laksepriser i 2011. Vi ser også en lignende reduksjon i resultatgraden. Dette skyldes lavere en betydelig reduksjon i resultat før skatt i 2011.

### 5.2.2 Avkastning på sysselsatt kapital (ROCE)

I tabellen under ser vi hvordan avkastningen på sysselsatt kapital har vært i analyseperioden. Vi ser også her at 2010 var året selskapet fikk den høyeste avkastningen. Dette skyldes hovedsakelig en sterk økning i driftsinntektene som igjen har ført til et historisk godt driftsresultat for selskapet. Videre ser vi at avkastningen går drastisk ned i 2011. Selskapet har produsert ca. 93 000 tonn slaktet laks i 2011, mot ca. 65 000 tonn i 2010. En ser at selskapet økt produksjonen betraktelig uten at dette har resultert i merkbare forskjeller i driftsinntektene fra 2010. I tillegg ser vi at telleren i brøken har økt (hovedsakelig en økning i totalkapitalen).

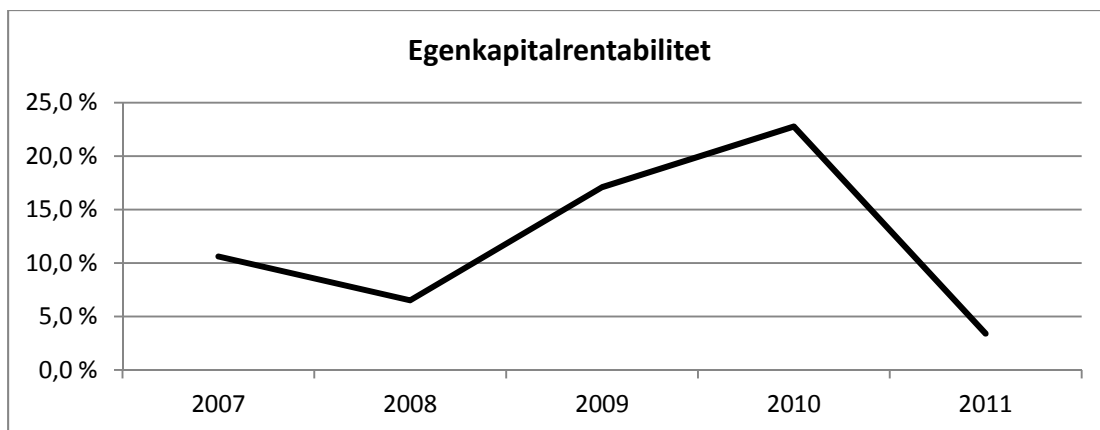
Tabell 8: Avkastning på sysselsatt kapital i analyseperioden. NOK 1000

Årstall	2007	2008	2009	2010	2011
Driftsresultat	505 629	304 466	580 135	1 153 813	188 212
Finansinntekter	36 670	16 097	87 165	171 499	106 049
Totalkapital	2 860 257	3 068 359	3 550 336	5 832 871	6 316 425
Rentefri gjeld	715 375	740 080	912 532	1 441 186	1 396 851
<b>Avkastning på sysselsatt kapital</b>	25,3 %	13,8 %	25,3 %	30,2 %	6,0 %

### 5.2.3 Egenkapitalrentabilitet

I figuren nedenfor ser en utviklingen til SalMars egenkapitalrentabilitet. For å beregne EKR har jeg benyttet markedsverdien på egenkapitalen. Dette er funnet ved å multiplisere antall aksjer utstedt med aksjekurs ved årsslutt. Siden det vil bli foretatt sammenligninger med selskapets konkurrenter, har jeg tatt utgangspunkt i årsresultat før skattekostnad. Siden SalMar ikke var børsnotert i 2006, er markedsverdien til egenkapitalen for 2006 satt lik egenkapital for 2007.





Figur 9: EKR i analyseperioden

Det er vanskelig å skulle si noe om EKR har vært god eller dårlig. Dette vil jeg komme mer tilbake til under sammenligning med konkurrentene. Markedsverdi til egenkapital ved begynnelsen av året i 2007 er satt lik slutten av året 2007. Dette skyldes at selskapet ble børsnotert i 2007. Tendensen en har sett i de andre nøkkeltallene for rentabiliteten ser en også her. Det spesielt i form av at egenkapitalrentabiliteten er høyest i 2011, og en drastisk nedgang til 2011.

Tabell 9: EKR i analyseperioden. NOK 1000

Årstall	2007	2008	2009	2010	2011
Resultat før skattekostnad	481 260	234 702	634 103	1 260 785	160 478
Markedsverdi EK: IB	4 532 000	4 532 000	2 678 000	4 738 000	6 334 500
Markedsverdi EK: UB	4 532 000	2 678 000	4 738 000	6 334 500	3 090 000
Egenkapitalrentabilitet	<b>10,6 %</b>	<b>6,5 %</b>	<b>17,1 %</b>	<b>22,8 %</b>	<b>3,4 %</b>

### 5.3 Likviditet

Nøkkeltall for SalMars likviditet skal gi et bilde av selskapets evne til å dekke sine betalingsforpliktelser etter hvert som de forfaller. I tabellen under ser vi utviklingen av likviditetsgrad 1 i analyseperioden. Vi ser at den i hele perioden foruten om 2011 har likviditetsgrad 1 vært over det generelle normkravet på 2.

Tabell 10: Likviditetsgrad 1 i analyseperioden. NOK 1000

Årstall	2007	2008	2009	2010	2011
Omløpsmidler	1 202 606	1 275 515	1 588 519	2 362 942	2 345 700
Kortsiktig gjeld	343 702	442 266	532 098	705 430	1 233 800
<b>Likviditetsgrad 1</b>	<b>3,5</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>3,3</b>	<b>1,9</b>

I forhold til 2010 har ikke omløpsmidler endret seg spesielt i 2011. Derimot har den kortsiktige gjelden økt betraktelig. Dette har derfor medført at likviditeten har blitt forverret for selskapet i 2011. Dette ser en skyldes i hovedsak en sterk økning i kortsiktig gjeld. Men generelt ser vi at likviditeten i analyseperioden har vært sterk.

## 5.4 Finansiering

### 5.4.1 Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 skal som kjent beskrive i hvilken grad selskapets anleggsmidler er langsiktig finansiert. Dette forholdstallet bør som nevnt tidligere være under 1, som vi ser at SalMars finansieringsgrad har vært i hele analyseperioden. Men vi ser en sterk økning i forholdstallet fra 2009 til 2011. Dette ser vi at kan forklares i at det har vært en sterkere økning i anleggsmidler enn langsiktig kapital.

Tabell 11: Finansieringsgrad 1 i analyseperioden. NOK 1000

Årstall	2007	2008	2009	2010	2011
Anleggsmidler	1 657 651	1 792 844	1 961 817	3 469 929	3 968 700
Langsiktig kapital	2 516 555	2 626 093	3 018 239	5 127 442	5 080 600
<b>Finansieringsgrad 1</b>	<b>0,66</b>	<b>0,68</b>	<b>0,65</b>	<b>0,68</b>	<b>0,78</b>

### 5.4.2 Rentedeckningsgrad

I tabellen nedenfor ser vi utviklingen i rentedeckningsgraden. Nøkkeltallet gir en indikasjon på om SalMar er i stand til å betale sine rentekostnader. Vi ser også her at drastisk reduksjon i resultatet i 2011 har ført til at også dette nøkkeltallet har blitt forverret fra året før. Dette har som vi ser ført til en nedgang fra 26,4 til 2,6.

Tabell 12: Rentedeckningsgrad i analyseperioden. NOK 1000

Årstall	2007	2008	2009	2010	2011
Resultat før skattekostnad	481 260	234 702	634 103	1 260 785	160 478
Rentekostnader	47 104	72 178	32 078	49 597	98 791
<b>Rentedeckningsgrad</b>	<b>11,2</b>	<b>4,3</b>	<b>20,8</b>	<b>26,4</b>	<b>2,6</b>

## 5.3 Soliditet

### 5.3.1 Gjeldsgrad og Egenkapitalprosent

Gjeldsgrad og egenkapitalprosent skal gi et bilde av SalMars evne til å tåle tap, eller evne til å tåle vanskelige perioder. Vi ser at SalMars soliditetsutvikling har vært negativ fra 2009 til 2011. Dette kan være et resultat av selskapets oppkjøp av andre selskaper og investering i InnovaMar.

Tabell 13: Gjeldsgrad og egenkapitalprosent i analyseperioden. NOK 1000

Årstall	2007	2008	2009	2010	2011
Gjeld (bokført verdi)	1 572 931	1 753 247	1 850 531	3 363 505	4 101 815
Egenkapital (bokført verdi)	1 287 326	1 315 112	1 699 806	2 469 367	2 214 610
<b>Gjeldsgrad</b>	<b>1,22</b>	<b>1,33</b>	<b>1,09</b>	<b>1,36</b>	<b>1,85</b>
<b>Egenkapitalprosent</b>	<b>45 %</b>	<b>43 %</b>	<b>48 %</b>	<b>42 %</b>	<b>35 %</b>

### 5.3.2 SalMars rentebærende lån

SalMars har en noe kompleks låneavtale for sine rentebærende lån. Selskapet har en hovedfinansieringsavtale etablert i 2011 med en total låneramme på 4,5 milliarder. Låneavtalens løpetid er 5, og har en avdragsprofil på 15 år, der restgjeld skal innfris i sin helhet på avtalt termin dato. Lånet er delt inn i 4 ulike fasiliteter. Rentebetingelsene på lånet er basert på ”p.t. betingelser” knyttet til NIBOR og en margin. Marginen er et avtalt forholdstall mellom EBITDA og selskapets rentebærende gjeld. Det er et resultatkrav i lånebetingelsen om at SalMars rentebærende gjeld (NIBD) i gjennomsnitt i forhold til driftsresultat før renter, skatt, nedskrivninger og avskrivninger (EBITDA), ikke skal overstige 4 (SalMar

ASA, ”Årsrapport 2011”). I tabellen nedenfor ser vi SalMars utvikling i NIBD i forhold til EBITA har vært.

Tabell 14: Forholdstall mellom rentebærende gjeld og EBITDA. NOK 100

<b>NIBD/EBITA</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
EBITDA	556 300	359 691	658 313	1 249 443	320 755
NIBD	775 730	942 170	864 144	1 811 998	2 530 291
<b>NIBD/EBITDA</b>	<b>1,39</b>	<b>2,62</b>	<b>1,31</b>	<b>1,45</b>	<b>7,89</b>

Som vi ser har SalMar klart å holde seg godt under kravet på 4 med unntak av i 2011. Dette ser vi blant annet skyldes en sterk nedgang i EBITDA og en økning i NIBD. Nedgangen i EBITDA kan skyldes som nevnt blant annet lavere laksepris, i tillegg til at selskapet har investert i InnovaMar og kjøpt opp flere konsesjoner og selskaper. Videre har SalMar i tillegg til et resultatkrav også et soliditetskrav knyttet til sin langsiktige finansieringsavtale. Dette inneholder et krav om at selskapets bokførte egenkapitalandel ikke skal være lavere enn 35 %, men har muligheten til andelen går ned til 30 % i en 12 måneders periode.

I tillegg har selskapet en leasinggjeld som medfører årlige leierterminer på ca. 21,9 millioner. Leasingavtalene har en opprinnelig løpetid på 60 – 84 måneder. Leasinggjelden er balanseført under varige driftsmidler og leieforpliktelsene føres som forpliktelse under langsiktig gjeld til nåverdien av leiebetalingene (SalMar ASA, ”Årsrapport 2011”). Leiebetalingen har blitt klassifisert som driftskostnad, og vil bli resultatført lineært over kontraktsperioden. Leasinggjelden har i SalMars regnskap blitt klassifisert under langsiktig rentebærende gjeld. Denne er derfor trukket ut for å beregne forholdstallet ovenfor og SalMars gjennomsnittlige lånerente nedenfor. Det er fordi leasingkostnaden følgelig ikke er en del av de posterte rentekostnadene.

Tabell 15: beregning av gjennomsnittlig lånerente. NOK 1000

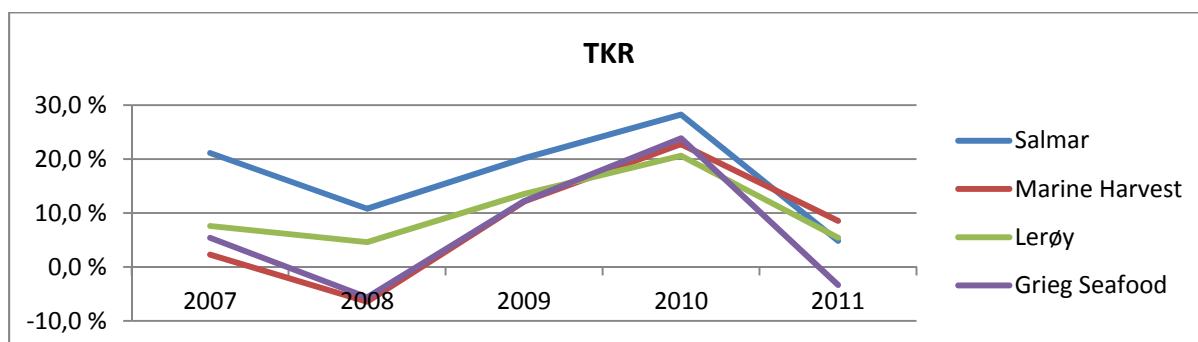
<b>Gjeldskostnad</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Rentekostnad	47 104	72 178	32 078	49 597	98 791
NIBD (t-1)	674 972	775 730	942 170	864 144	1 811 998
Lånerente	6,98 %	9,30 %	3,40 %	5,74 %	5,45 %
<b>Gjennomsnittlig lånerente</b>	<b>6,18 %</b>				

Den beregnede gjennomsnittlige lånerenten vil videre bli benyttet i beregningene som SalMars lånerente. Denne er beregnet ved å ta det aritmetiske gjennomsnittet av lånerentene estimert hvert år i analyseperioden. Grunnen til at jeg har valgt å benytte denne er på grunn av selskapets låneavtale. Siden denne finansieringsavtalen bygger på forutsetninger om NIBOR pluss et forholdstall mellom rentebærende gjeld og EBITDA vil det fort kunne ende i spekulering om hva dette forholdstallet normalt er. Derfor er vil jeg benytte den historisk gjennomsnittlige lånerenten i prognosen, til tross for at denne vil kunne avvike fra selskapets virkelige lånerente.

## 5.4 Sammenligning med konkurrenter

### 5.4.1 Lønnsomhet

Som en ser i figuren under har SalMars total kapitalrentabilitet vært klart over konkurrentenes mellom 2007 og 2010. En ser ellers den samme generelle utviklingen i rentabiliteten for samtlige selskaper i perioden. Videre ser vi at 2011 hadde både Marine Harvest og Lerøy høyere TKR enn SalMar.



Figur 10: TKR sammenlignet med konkurrenter

I tabellen nedenfor ser vi selskapenes utvikling i forhold til resultatgraden. Som en ser ble resultatgraden til SalMar redusert betydelig i 2011, noe som har bidratt til en lavere TKR.

Tabell 16: Resultatgrad sammenlignet med konkurrenter

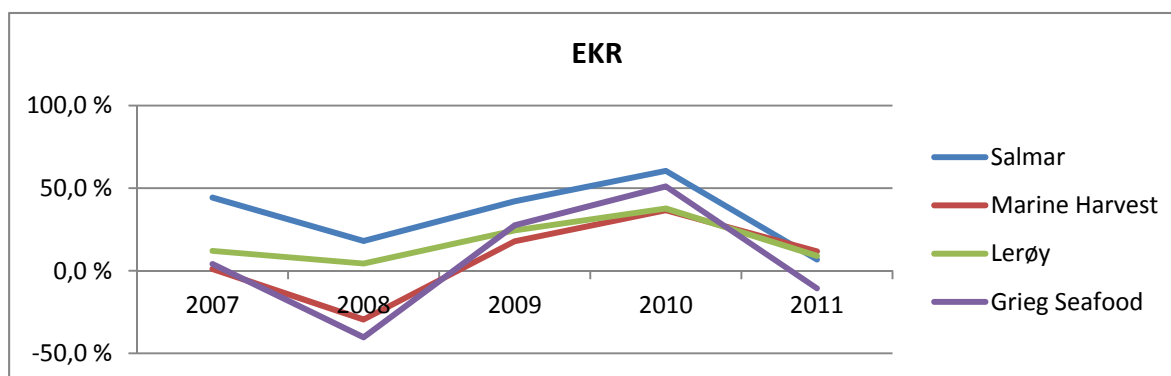
Resultatgrad	2007	2008	2009	2010	2011
SalMar	31,6 %	18,5 %	27,1 %	36,8 %	7,5 %
Marine Harvest	4,1 %	-10,9 %	18,0 %	32,5 %	12,4 %
Lerøy	7,9 %	5,8 %	14,6 %	22,1 %	6,8 %
Grieg Seafood	9,5 %	-11,5 %	25,1 %	33,2 %	-6,7 %

Videre ser en i tabellen nedenfor at reduksjonen i kapitalens omløpshastighet også forklarer mye av reduksjon i rentabiliteten. Dette indikerer at SalMar har hatt en dårligere utnyttelse av kapitalen selskapet disponerer enn sine konkurrenter i 2011.

Tabell 17: Kapitalens omløpshastighet sammenlignet med konkurrenter

Kapitalens omløp.	2007	2008	2009	2010	2011
SalMar	0,67	0,58	0,74	0,77	0,65
Marine Harvest	0,56	0,59	0,67	0,70	0,69
Lerøy	0,96	0,79	0,93	0,93	0,80
Grieg Seafood	0,57	0,49	0,49	0,72	0,50

Utviklingen i egenkapitalrentabiliteten viser som kjent avkastningen til eiernes investeringer. Som en kan se i figuren under er det bare SalMar og Lerøy som har positiv EKR hele analyseperioden. SalMars EKR har vært betydelig bedre enn konkurrentene helt frem til 2011 da selskapet tenderer mot gjennomsnittet.



Figur 11: EKR sammenlignet med konkurrenter i analyseperioden

## 5.4.2 Likviditet

I forhold til likviditetsutviklingen har SalMars likviditet generelt vært god i forhold til konkurrentene, unntatt i 2011. Her ser en i tabellen nedenfor at selskapets betalingsevne har

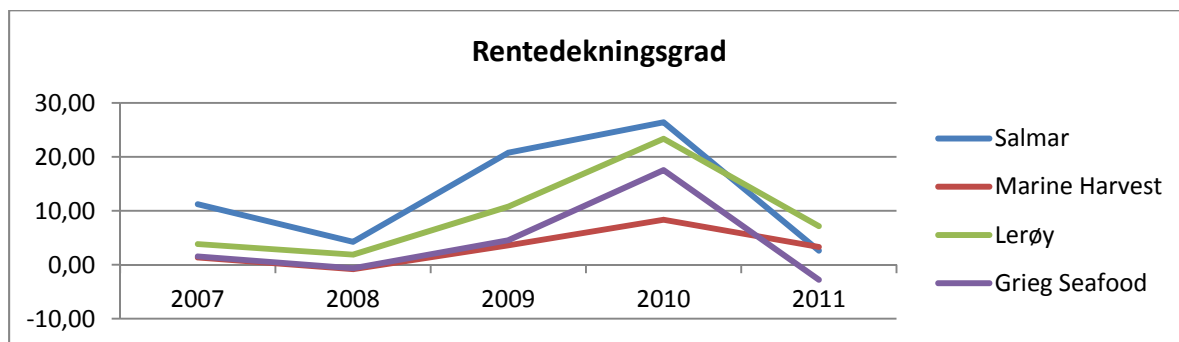
forverret seg mye i forhold til konkurrentene. Som nevnt skyldes dette en sterk økning i kortsiktig gjeld relativt til økningen i omløpsmidler.

Tabell 18: Likviditet sammenlignet med konkurrenter i analyseperioden

Likviditet	2007	2008	2009	2010	2011
SalMar	3,50	2,88	2,99	3,35	1,90
Marine Harvest	2,68	1,72	3,30	3,63	3,40
Lerøy	2,38	1,94	2,31	2,97	2,52
Grieg Seafood	1,87	0,82	1,95	2,95	1,59

### 5.4.3 Finansiering

I figuren nedenfor ser en utviklingen i rentedeckningsgraden blant aktørene. Også her har SalMar vært selskapet med høyest rentedeckningsgrad frem til 2011. Men samtidig ser en at dette gjelder for samtlige selskap. Dette har sammenheng med lavere resultater i 2011.



Figur 12: Rentedeckningsgrad sammenlignet med konkurrenter i analyseperioden

### 5.4.4 Soliditet

I tabellen nedenfor ser en utviklingen i selskapenes egenkapitalprosent. Som vi ser her er det SalMar og Grieg Seafood som har de laveste egenkapitalprosentene. SalMar har den klart laveste egenkapitalprosenten på 35,1 % i 2011. Dette kan indikere at SalMars evne til å tåle tap er dårligere en de store konkurrentene.

Tabell 19: Egenkapitalprosent sammenlignet med konkurrenter i analyseperioden

Egenkapitalprosent	2007	2008	2009	2010	2011
SalMar	45,0 %	42,9 %	47,9 %	42,3 %	35,1 %
Marine Harvest	53,8 %	42,3 %	56,2 %	53,4 %	47,6 %
Lerøy	50,3 %	48,4 %	51,8 %	52,8 %	50,6 %
Grieg Seafood	42,6 %	30,0 %	38,5 %	48,9 %	40,5 %

## **5.5 Oppsummering av regnskapsanalyse**

Som en har sett har lønnsomheten til SalMar historisk sett vært god. I analyseperioden har selskapet hatt bedre lønnsomhet enn sine konkurrenter, bortsett fra i 2011. Årsaken til nedgangen i 2011 kan være et resultat av økte kostnader, eller at SalMar oppnådde lavere pris på laksen enn sine konkurrenter. Dette kan skyldes at selskapet solgte ca. 63 100 tonn av totalt 93 000 i andre halvår av 2011, da lakseprisene falt betydelig. En annen forklaring kan være at selskapet har økt sine kostnader i forhold til sine konkurrenter. Siden reduserte sin kostnad per kg produsert fra 37,8 (972 787 i totale driftskostnader / 65 000 tonn) til 34,8 kr i 2011, er kanskje lavere pris oppnådd en realistisk antakelse. Utviklingen i lønnsomheten fra 2007 til 2010 kan indikere at SalMar har et konkurransefortrinn i forhold til kostnader. Hvis en antar at selskapene har oppnådd lik pris per kilo i perioden, indikerer dette derfor at selskapet klarer å produsere til lavere kostnad enn sine konkurrenter. Hvis forklaringen om lavere pris oppnådd i 2011 stemmer, og de andre selskapene oppnådde en pris lik årlig gjennomsnitt, vil også dette støtte opp under dette. Men dette bygger på mange antakelser, så det er vanskelig å kunne konkludere med kostnadsfortrinn i forhold til produksjonskostnader.

SalMars likviditet har generelt vært god i analyseperioden. Her også ser en at nøkkeltallet har forverret seg i 2011. Dette kan skyldes at selskapet har økt sin kortsiktige gjeld i forbindelse med oppkjøp. Samtidig ville en forvente en lignende økning i omløpsmidler ved oppkjøp. Som nevnt økte verdien av omløpsmidler i 2010 på grunn av høyere markedspris på laks. Dermed vil reduksjonen i lakseprisen medføre en nedgang i verdivurderingen av omløpsmidler. Dette kan derfor være grunnen til at likviditeten har blitt forverret i 2011.

SalMars finansiering har også hatt samme utvikling i forhold til nøkkeltallene. Som en har sett viser finansieringsgrad 1 og rentedekningsgraden en negativ utvikling i 2011. Årsaken til at finansieringsgrad 1 har økt kan være et resultat av at anleggsmidler kjøpt har blitt finansiert av kortsiktig gjeld. Rentedekningsgradet har også blitt betydelig forverret fra 2010 til 2011. Dette skyldes i stor grad at resultatet før skattekostnad er kraftig redusert.

Soliditeten til selskapet har også blitt ganske drastisk endret til det verre fra 2010 til 2011. Dette kan som nevnt være et resultat av selskapets oppkjøp av andre selskaper og investering i InnovaMar. Som en ser ble selskapets egenkapital redusert fra 2010 til 2011 som i hovedsak skyldes utbetaling av utbytte. Samtidig økte selskapets gjeld fra ca. 3,4 til 4,1 milliarder. Dette



tilsier at selskapets evne til å tåle tap har blitt redusert. Av de 4 selskapene er det SalMar som har lavest egenkapitalprosent. I tillegg har selskapet som nevnt en låneavtale som innebærer at de ikke kan ha lavere egenkapitalprosent enn 35 %, med unntak av en periode på 12 måneder. Altså er selskapet på grensen til minimumskravet i sin låneavtale.

## 6. Prognoseperiode: 2012 – 2031

I dette kapittelet vil jeg gjennomgå prognoseperioden som er lagt til grunn for SalMars verdivurdering. Jeg vil også forklare hvilke forutsetninger som er tatt med hensyn til videre vekst og utvikling i forhold til resultatposter og balanseposter.

I følge Koller et al. (2010) bør prognoseperioden være lang nok til at selskapet når en *steady state*. Det kjennetegnes ved at selskapet vokser i en konstant rate ved å reinvestere en konstant proporsjon av resultat hvert år. I tillegg bør selskapet tjene en konstant avkastning på både eksisterende investert kapital, og ny kapital tilført. Generelt anbefaler Koller et al. (2010) at en benytter en prognoseperiode på 10-15 år. Han anbefaler en lengre periode for sykliske selskaper eller for de som opplever sterk vekst. I følge Asche og Bjørndal (2011) kan laksenæringen betegnes som syklisk, og hevder at syklene er på ca. 6 år. De påpeker videre at investorer må prøve å finne ut hvor i syklen selskapet er når verdsettelsen skal foretas. Siden laksenæringen kan betegnes som en syklisk næring settes prognoseperioden til 20 år, altså fra 2012 til 2031. For å forenkle modellen og unngå å bli overkonfident anbefaler Koller et al. (2010) at en deler prognoseperioden i to perioder. Derfor har jeg utarbeidet en prognose for de første 9 årene, etterfulgt av en prognose for resterende år i prognoseperioden. Årsaken til dette er at jeg forutsetter ulik vekst med hensyn til volum og pris for de ulike postene i prognoseperioden.

### 6.1 Resultatregnskapet

#### 6.1.1 Driftsinntekter

I følge Koller et al. (2010) utgjør driftsinntektene en av de viktigste postene en lager prognoser for. Det er blant annet fordi en baserer prognosene av andre poster på hva inntjeningen blir. For å estimere inntekt kan en i følge Koller et al. (2010) enten benytte en ovenfra og ned tilnærming, eller en nedenfra og opp tilnærming. Den førstnevnte tilnærmingen bygger på at en tar utgangspunkt i det totale markedet og estimerer markedsandel og predikerer fremtidige priser. Nedenfra og opp tilnærmingen baserer seg på å ta utgangspunkt i selskapets egne prognoser av etterspørsel fra eksisterende og nye kunder. Forfatterne anbefaler å benytte begge tilnærmingene når det er mulig. Jeg vil hovedsakelig basere prognosene for SalMars fremtidige driftsinntekter på prognoser for laksepris og basere selskapets vekst på Norges Sjømatråd estimerte ”behov” for lakseproduksjon i Norge. I tillegg

er det i følge Dahl, Hansen, Hoff og Kinserdal (1997) vanlig å legge inn årlig økning på 2,5 %. Dette tilsvarer antatt årlig prisøkning. Dermed forutsettes det ingen realvekst i driftsinntektene. Dermed vil driftsinntektene per år i prognoseperioden beregnes ut fra prognose for endring i volum og i tillegg en antatt prisøkning på 2,5 %.

I forhold til SalMar utgjør predikeringen av driftsinntektene den største utfordringen siden det er mye usikkerhet rundt posten. Siden inntektene er et resultat av produksjon og laksepris er det disse driverne en må tilegne mye oppmerksomhet. I analyseperioden økte SalMar produksjon fra 52 000 tonn i 2007 til 93 000 tonn i 2011. Dette representerer en vekst på hele 75 %. Siden 1999 har selskapet hatt en gjennomsnittlig årlig vekst på 25 %. Lakseprisen har også ført til store endringer i driftsinntektene. I følge Fishpool.eu var gjennomsnittlig pris per kilo laks 25,7 i 2007 mens den økte til henholdsvis 37,3 og 31,9 i 2010 og 2011. Dette har ført til store endringer i inntektene disse årene for selskapet, spesielt i 2010.

For prognoseperioden forutsettes det en vekst i volum på ca. 8 % fra 2012 til 2020. På bakgrunn av selskapets soliditet og finansielle situasjon forventer jeg ikke like høy vekst i produksjonen i prognoseperioden, sammenlignet med tidligere år. Dermed baserer jeg veksten i prognoseperioden på Norges Sjømatråd estimerte produksjonsbehov. Som nevnt tidligere estimerer de at etterspørselen etter norsk laks vil omtrent dobles til år 2020. Dette krever en vekst i produksjon i Norge på ca. 8 % i årlig frem til 2020 å fylle dette behovet. Dermed forutsetter jeg at markedet klarer å dekke dette behovet i prognoseperioden, og at SalMar tar sin andel av produksjonsøkningen. Jeg forventer ikke at SalMar vil fortsette sin sterke historiske volumvekst er på grunn av selskapets soliditet og estimerte laksepriser fremover. Siden det forutsettes laksepriser på 26 kr kiloen gir ikke dette store nok overskudd nok til å foreta investeringene som trengs for å fortsette veksten som har vært. Resterende prognoseperiode forutsetter jeg vekst lik 4 %. I følge Koller et al. (2010) er det få selskaper en forventer kan vokse raskere enn økonomien for lengre perioder. De anbefaler derfor å sette vekst lik inflasjon pluss vekst i industrien. Siden det er vanskelig å forutse videre vekst i næringen settes vekst etter prognoseperioden lik inflasjon som forventes å være 2,5 %. Som en så i den strategiske analysen ligger forwardprisen per kilo laks mellom 25 og 27 kr. Basert på hvordan utviklingen har vært i forhold til lakseprisene virker det rimelig å tro at 2012 vil representere et bunnår i en syklus. Selskapet har uttalt at selskapet solgte mesteparten av sitt volum i siste halvår av 2011 når lakseprisen var lav. Dette ble understreket i dn.no[30] der analytikere gav selskapet stryk for dårlig timing. I følge Kaldestad og Møller (2011) er en

av de mest vanlige feilene en gjør i verdsettelse av selskaper at en verdsetter på topp eller bunn i en syklus[31]. Dermed kan det være hensiktsmessig å justere for dette i prognosene. I tabellen nedenfor ser en SalMars inntekt per kilo i analyseperioden. En av årsakene til at denne ser unaturlig høy ut i de tre siste årene kan ha sammenheng med lakseprisen. En annen årsak kan være økende grad av salg av bearbeidede produkter som selskapet vil kunne få en høyere pris på. En lav pris på slutten av halvåret kan i tillegg gjort at SalMar har fått en lav inntjening i 2011 relativt til gjennomsnittlig laksepris i 2011.

Tabell 20: Volumjustert inntekt

Volumjustert inntekt	2007	2008	2009	2010	2011
SalMars produksjon (Tonn)	52 000	53 000	64 000	65 000	93 000
Driftsinntekter	32,3	32,3	37,1	52,8	41,2

I tabellen nedenfor beregnet gjennomsnittlig pris per kilo i perioden basert på gjennomsnittlig spotpris i perioden og volum produsert oppgitt i SalMars kvartalsrapporter for 2011. Denne beregningen tar ikke hensyn til merinntekt selskapet får for eksempel gjennom salg av videreforedlet produkt. Siden selskapet ikke avdekker hvor stor andel av driftsinntekten som stammer fra de bearbeidede produktene gjør det utfordrende å skulle foreta en nedjustering av driftsinntektene. Men som en ser av beregningen kan det virke som at det er realistisk å tro at en av årsakene til det lave resultatet, og strykkarakter fra analytikere, var dårlig *timing* for slakt av kvantum i 2011. Dette fordi 29,5 er under gjennomsnittlig spotpris i 2011.

Tabell 21: Pris per kilo i 2011. Volum produsert er hentet fra selskapets kvartalsrapporter. Spotpriser hentet fra Fishpool.eu[11].

Periode	1. kvartal	2. kvartal	3. kvartal	4. Kvartal
SalMar: volum produsert	18400	11500	31900	31200
Gjennomsnittlig pris	40,2	38,1	26,4	23,2
<b>Pris per kilo i perioden</b>	<b>29,5</b>			

Jeg forutsetter at prisen fremover relativt til anslaget for pris per kilo oppnådd i 2011 vil bli redusert til 27 kr kiloen i 2012, og at dette representerer et midtnivå i en inntjeningssyklus fremover. Dette medfører en prisendring som nedjusterer driftsinntektene for 2011 til 2012 med ca. 8,5 %. Dette vil også medføre at det også forutsettes at merinntekt fra videreforedlete produkter vil reduseres tilsvarende. Siden jeg antar dette representerer et midtnivå vil det derfor ikke legges til noe vekst i driftsinntektene annet enn en normal prisstigning på 2,5 %.

## 6.1.2 Driftskostnader

For prognoser av driftskostnader anbefaler Koller et al. (2010) å predikere på bakgrunn av driftsinntekter. Prognoser for totale varekostnader, lønnskostnader og annen driftskostnad kan i følge Koller et al. (2010) baseres derfor på forholdstall mellom driftsinntekt og de respektive kostnadene i 2011. En slik forutsetning for et lakseselskap mener jeg vil være feil. Dette skyldes at det ikke vil være rimelig å forvente at en dobling i lakseprisen skulle medføre en dobling i varekostnader. Prognoser for driftskostnader er derfor beregnet ut ifra vekst i volum og en antatt prisendring i kostnadene.

I tabellen under ser en utviklingen av SalMars kostnader i forhold til driftsinntekter. Som en ser har det vært størst endringer i forholdstallet for totale varekostnader og annen driftskostnad. Spesielt kan en legge merke til en sterk vekst i mellom år 2010 og 2011. Dette kan være et resultat av høyere pris eller mengdebruk av innsatsfaktorene i produksjonen. For eksempel kan det skyldes at pris på fôr har økt, eller høyere fôrfaktor i produksjonen. En annen mulig årsak kan være økt bearbeiding av laksen. Økt bearbeiding (fillet, porsjoner og biprodukter) av laks vil kunne øke av samtlige kostnadsposter siden dette vil kreve større bruk av innsatsfaktorer per kilo.

Tabell 22: Totale varekostnader, lønnskostnader og annen driftskostnad i forhold til driftsinntekt.

Kostnad relativt til driftsinntekt	2007	2008	2009	2010	2011
Totale varekostnader	0,48	0,48	0,48	0,48	0,52
Lønnskostnader	0,13	0,14	0,11	0,09	0,10
Annen driftskostnad	0,11	0,15	0,13	0,12	0,18

Det er vanskelig og nøyaktig predikere hvordan dette forholdstallet vil kunne utvikle seg. Som en så i kapittel 4.1.2 har pris per kilo i næringen for økt betydelig fra 2005 til 2010. Gjennomsnittlig vekst i næringen per år siden 2005 har vært ca. 6 % for smoltkostnad og fôrkostnad, og ca. 7 % for andre driftskostnader. Lønnskostnader hadde en litt lavere vekst på gjennomsnittlig ca. 5 % i samme periode. I løpet av perioden var kostnadene historisk lave i 2005. Fra 2005 har som tidligere nevnt samtlige kostnader økt betydelig. Som en ser i tabellen nedenfor har også SalMar hatt en lignende utvikling.

Tabell 23: Totale varekostnader, lønnskostnader og annen driftskostnad i forhold til volum produsert

Volumjusterte kostnader	2007	2008	2009	2010	2011
SalMars produksjon (Tonn)	52 000	53 000	64 000	65 000	93 000
Totale varekostnader	15,5	15,6	17,8	25,3	21,6
Lønnskostnad	4,2	4,5	4,1	4,8	4,2
Annen driftskostnad	3,7	4,8	4,9	6,2	7,6

I tabellen ovenfor ser en kostnadsutviklingen i selskapet i forhold til produsert kvantum. Som en ser har vare- og lønnskostnader utviklet seg positivt fra 2010 til 2011. På bakgrunn av denne utviklingen forutsetter jeg at selskapet klarer å holde dette nivået med henhold til totale varekostnader og lønnskostnad. Prognoser for vekst i disse kostnadene settes derfor på basis av volumvekst i tillegg til en normal prisstigning på 2,5 %.

Andre driftskostnader har derimot hatt en utelukkende negativ kostnadsutvikling. Som nevnt er også denne kostnaden det har vært sterkest vekst i med hensyn til næringen fra 2005 til 2010. Dette er en post som for SalMar blant annet består av kostnader tilknyttet vedlikehold, driftsutstyr, leveringskostnader og øvrige driftsomkostninger. Det kan derfor virke som en slags samlepost for en rekke ulike kostnader. Det kan være rimelig å anta at årsaken til at denne har økt såpass mye har sammenheng med selskapets investering i InnovaMar. Jeg forutsetter at denne kostnaden også flater ut, og vekst settes lik de andre kostnadene. Rimeligheten av forutsetningene tatt i forhold til videre vekst i kostnadene vil bli diskutert senere i oppgaven.

### 6.1.3 Avskrivninger

Avskrivningen kan predikeres ved å beregne avskrivninger som en prosent av driftsinntektene eller som en prosent av varige driftsmidler (Koller et al. 2010). Faren ved å beregne avskrivninger på bakgrunn av driftsinntekter er at det kan føre til at avskrivninger øker ved en økning i inntekter. Det blir ikke korrekt hvis det ikke har blitt foretatt nye investeringer. Derfor vil avskrivninger bli beregnet på bakgrunn av det gjennomsnittlige forholdstallet mellom avskrivninger og balanseført verdi av varige driftsmidler ved begynnelse av året. Det gjennomsnittlige forholdstallet for analyseperioden som vil bli benyttet i prognoseperioden er 0,16.

#### **6.1.4 Driftsfremmed inntekt**

Driftsfremmed inntekt utgjør inntekt som er generert av driftsfremmede eiendeler. Dette omfatter blant annet inntekt fra virksomheter som ikke er konsolidert i konsernet. I verdsettelsen av SalMar har jeg valgt å holde selskaper som SalMar eier under 50 % i, og ikke er konsolidert, som driftsfremmed. Det betyr at tilknyttede selskaper som Bakkafrost PF, Nordskag Næringspark AS, Norskott Havbruk AS og Trøndersk Kystkompetanse AS er behandlet som driftsfremmed. I samtlige selskaper har SalMar ingen bestemmende innflytelse, men selskapet har en eierandel over 20 % i alle selskapene. I følge Koller et al. (2010) fører morselskapet inntekt fra selskapene selv om det ikke utbetales utbytte. Den registrerte verdien vokser samtidig som inntekt fra selskapet vokser. Derfor kan en beregne verdien av disse selskapene ved å estimere vekst i fremtidig inntjening fra selskapene, eller så kan en predikere avkastning på eiendelene (ROE) basert på dynamikken i industrien eller konkurransesituasjon til det tilknyttede selskapet. (Koller et al. 2010). Av tidsmessige årsaker har jeg valgt å legge til bokført verdi av de tilknyttede selskaper. Dette kan føre til at selskapene tillegges en verdi under eller over virkelig verdi. Siden de tilknyttede selskapene verdi består i hovedsak av verdien til Bakkafrost PF og Nordskott havbruk AS ville dette krevd en god vurdering av utviklingen i disse selskapene. Siden disse operer i Færøyene og Skottland vil ikke vurderinger gjort i forhold til den norske næringen nødvendigvis gjelde for disse. Derfor er verdien av disse satt til bokført verdi ved utgang av 2011.

#### **6.1.5 Rentekostnader og inntekter**

Inntekter eller kostnader burde i følge Koller et al. (2010) knyttes direkte til gjeldsforpliktelsen eller eiendelen som generer inntekten eller kostnaden. Renteinntekten er i analyseperioden relativt stabil og av liten størrelse. Derfor har jeg valgt å sette renteinntekt i prognoseperioden lik renteinntekt i 2011. Rentekostnaden er beregnet ved å benytte den aritmetisk gjennomsnittlige lånerenten i analyseperioden. Dette gjøres ved å dividere rentekostnaden med rentebærende gjeld ved begynnelsen av året (Koller et al. 2010). Denne er beregnet til å være lik 6,18 %. Det medfører at rentekostnaden beregnes i forhold til utvikling i rentebærende gjeld og rentekostnaden finnes dermed i prognoseperioden ved å multiplisere rentebærende gjeld ved begynnelsen av året med 6,18 %. Men siden rentekostnaden ikke er med i beregningen av selskapets frie kontantstrøm ved benyttelse av totalkapitalmetoden og economic profit, vil ikke dette påvirke verdsettelsen av SalMar, foruten om i beregningen av WACC.

### **6.1.6 Skatt**

Beregning av skatt vil skje på samme måte som beregningen i analyseperioden. Det er derfor benyttet en skattesats på 28 % i beregningen av den frie kontantstrømmen i prognoseperioden.

## **6.2 Balansen**

### **6.2.1 Arbeidskapital**

Ved utarbeiding av prognoser for arbeidskapitalen anbefaler Koller et al. (2010) at en estimerer de fleste av postene på bakgrunn av den prognostiserte driftsinntekten. Unntaket fra dette er kun leverandørgjeld og varebeholdning som i følge Koller et al. (2010) bør beregnes i forhold til totale varekostnader. Varebeholdningen i balansen er et resultat av selskapets biologiske eiendeler. Som nevnt i regnskapsanalysen forklarte selskapet fall i biologiske eiendeler fra 2010 til 2011 med en reduksjon i markedsprisen på laks. Dette taler derfor for at varebeholdningen bør avhenge av driftsinntekt. Siden driftsinntekt er et resultat av pris på laks og volumendring anser jeg denne posten mest egnet for videre utvikling. Dette fører til at en eventuell pris- og volumendring også medfører en økning/reduksjon i verdien av varebeholdningen. Dette vil være i tråd med utviklingen i selskapet fra 2010 til 2011 i forhold til denne posten. Derfor er prognosen for varebeholdning basert på forholdstallet mellom driftsinntekt og varebeholdning i 2011. Dermed er samtlige poster i arbeidskapitalen, med unntak av leverandørgjeld, basert på forholdstall relativt til driftsinntekt. Forholdstallet fra 2011 er benyttet som basisår.

### **6.2.2 Varige driftsmidler**

Prognose av varige driftsmidler kan i følge Koller et al. (2010) utarbeides i tre steg. Det går ut på at en først beregner tidligere års varige driftsmidler som en prosent av driftsinntekter. Deretter beregner en avskrivningene, og finner så investeringen i varige driftsmidler i for eksempel år 2011 ved å summere verdien av varige driftsmidler med avskrivningene i 2011. Hvis en så trekker fra varige driftsmidler i 2010 representerer dette investeringen i varige driftsmidler. I følge Koller et al. (2010) tenderer selskapers forholdstall mellom salgsinntekter og varige driftsmidler til å være stabile over tid. SalMars historiske analyse baseres på de siste



fem årene. Dette medfører blant annet at forholdstallet de siste to årene er preget av selskapets investering i InnovaMar. I forhold til økningen i produksjon fra 2007 til 2011 økte varige driftsmidler med 1,12 i tillegg til produksjonsøkningen (når investeringen i InnovaMar er trukket ut). Altså økte varige driftsmidler med 1,12 per økning i produksjon. På grunn av at forholdstall fra analyseperioden er relativt ustabile, beregnes økning i varige driftsmidler på bakgrunn av dette forholdstallet i tillegg til volumvekst. Forskjellen mellom å benytte denne metoden fremfor metoden Koller et al. (2010) gir ikke store utslag, men jeg regner denne metoden som bedre egnet.

### **6.2.3 Immaterielle eiendeler**

SalMars immaterielle eiendeler består i hovedsak av konsesjoner, patenter, og *goodwill*. I følge Koller et al. (2010) anbefales det å ta utgangspunkt i historisk utvikling. I perioden fra 2007 til 2011 økte SalMar sin produksjon fra 52 000 tonn til 93 000 tonn, som tilsier en endring på ca. 79 %. I samme periode økte immaterielle eiendeler med ca. 84 %. Altså tilsvarte økningen i produksjon omtrent den samme prosentvise endringen i immaterielle eiendeler (forholdstall på 1,06). Derfor forutsettes det årlig vekst i immaterielle eiendeler på basis av prognostisert vekst i produksjon i tillegg til 1,06 høyere enn volumvekst.

## 7. Avkastningskravet

For å komme frem til et selskaps avkastningskrav er det som nevnt flere ulike metoder en kan benytte. I tillegg må en ta stilling til hva som skal legges til grunn i forhold til risikofri rente og markedspremie. I dette kapittelet vil jeg gjennomgå hvilke beregninger som er gjort, og hvilke forutsetninger som er tatt.

### 7.1 Avkastningskravet til egenkapitalen

#### 7.1.1 Rentefri rente

Den risikofrie renten representerer den avkastningen en investor ville ha oppnådd om en hadde satt pengene sine i banken. Videre benyttes statsobligasjoner som mål på den risikofrie renten. I tabellen nedenfor ser en historisk oversikt over statsobligasjonsrentene. Som nevnt anbefales det normalt å benytte en mellomlang statsobligasjonsrente. Denne anbefales for å unngå innhold av eventuelle likviditetspremier og premier for inflasjonsrisiko i den lange renten.

På grunn av at renten er historisk lav, og av mange vurdert som kunstig lav, har jeg valgt å benytte meg av den 10-årige statsobligasjonsrenten. Den er på 3,12 % som en kan lese av tabellen nedenfor. Siden den er på et så lavt nivå vil jeg ikke foreta noen justeringer for innhold av likviditet og inflasjonspremie. Det var også den 10-årige statsobligasjonsrenten majoriteten av respondentene i Norske Finansanalytikerens Forenings spørreundersøkelse også mente skulle benyttes[9].

Tabell 24: Historisk utvikling i risikofri rente. Statsobligasjoner. Årsgjennomsnitt. [32]

Statsobligasjoner. Årsgjennomsnitt	3 års 3 year	5 års 5 year	10 års 10year
2011	2,24	2,56	3,12
2010	2,46	2,83	3,52
2009	2,71	3,33	4,00
2008	4,53	4,43	4,47
2007	4,79	4,77	4,78
2006	3,74	3,90	4,07
2005	2,90	3,27	3,74
2004	2,95	3,61	4,36
2003	4,24	4,58	5,04
2002	6,39	6,36	6,38

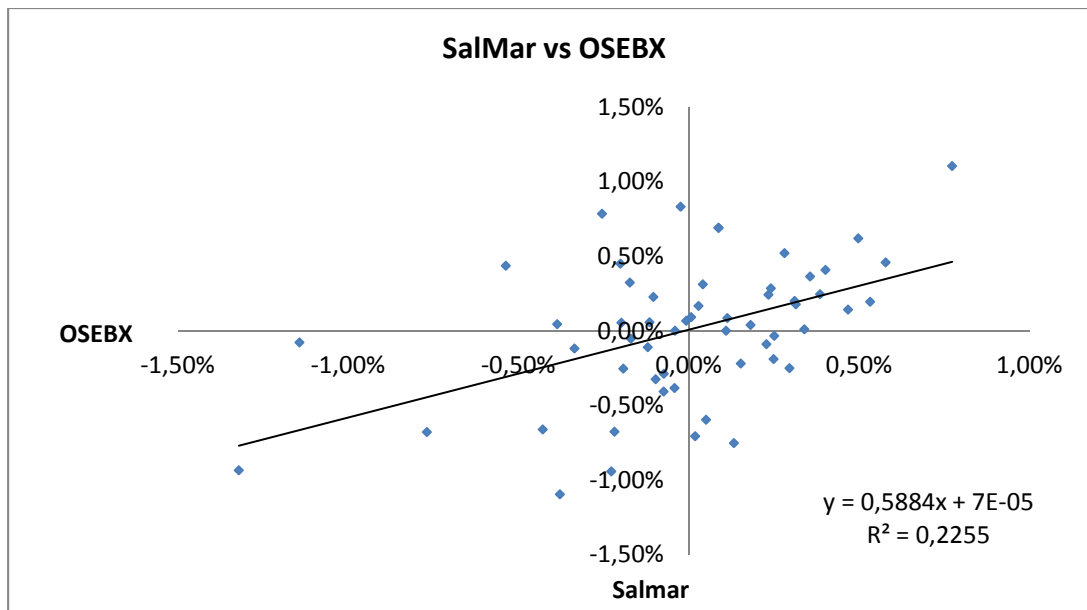
2001	6,44	6,31	6,24
2000	6,61	6,38	6,22
1999	5,39	5,39	5,52
1998	5,32	5,34	5,40
1997	4,62	5,12	5,89
1996	5,46	5,98	6,78
1995	6,36	6,89	7,43
1994	6,59	7,04	7,46
1993	6,54	6,62	6,86
1992	10,54	9,78	9,62
1991	10,05	9,91	9,99
1990	10,97	10,71	10,68

### 7.1.2 Markedspremie

Markedspremien defineres som risikokompensasjonen en investor krever for å investere i markedsporteføljen. Totalt sett virker det på bakgrunn av litteratur og undersøkelser at en risikopremie på 5 % er rimelig å legge til grunn. Derfor vil en risikopremie på 5 % bli benyttet i beregningene til kapitalverdimodellen.

### 7.1.3 Beregning av betaverdi for SalMar

For å beregne betaverdi for SalMar har jeg tatt utgangspunkt i den historiske avkastningen på aksjen og Oslo Benchmark Index (OSEBX), og foretatt en regresjonsanalyse. Aksjekursen til SalMar er korrigert for utbytte og for dager aksjen ikke ble omsatt. Avkastningen er så beregnet ved å se på den prosentvise logaritmiske endringen i dagskursene til aksje og indeks. Deretter har jeg omregnet dagstallene til månedstall ved å beregne aritmetiske gjennomsnitt for daglig avkastning hver måned. Grunnen til at jeg har benyttet månedlige avkastninger fremfor daglige, er for å redusere mulighetene for systematisk støy. Observasjonene i figuren under er derfor basert på de månedlige avkastningene siden børsintroduksjon i 2007, og antall observasjoner er derfor 56.



Figur 13: Regresjonsanalyse mellom SalMar og OSEBX

I figuren ovenfor ser vi hvordan beta i prinsippet beregnes. OSEBX er representert langs den horisontale aksene, mens SalMar er representert langs den vertikale aksene. Regresjonslinjen gir uttrykk for den forventede sammenheng mellom avkastning for markedet og avkastningen til SalMar. Regresjonslinjen,  $y = a + b * x$ , ser vi her blir:

$$y = -0,000007 + 0,59x$$

0,5884 representerer helningen på regresjonslinjen og er også SalMars beta. På bakgrunn av dette forventer en at hvis markedets avkastning en måned er på 10 %, vil SalMars avkastning være på 5,9 %.

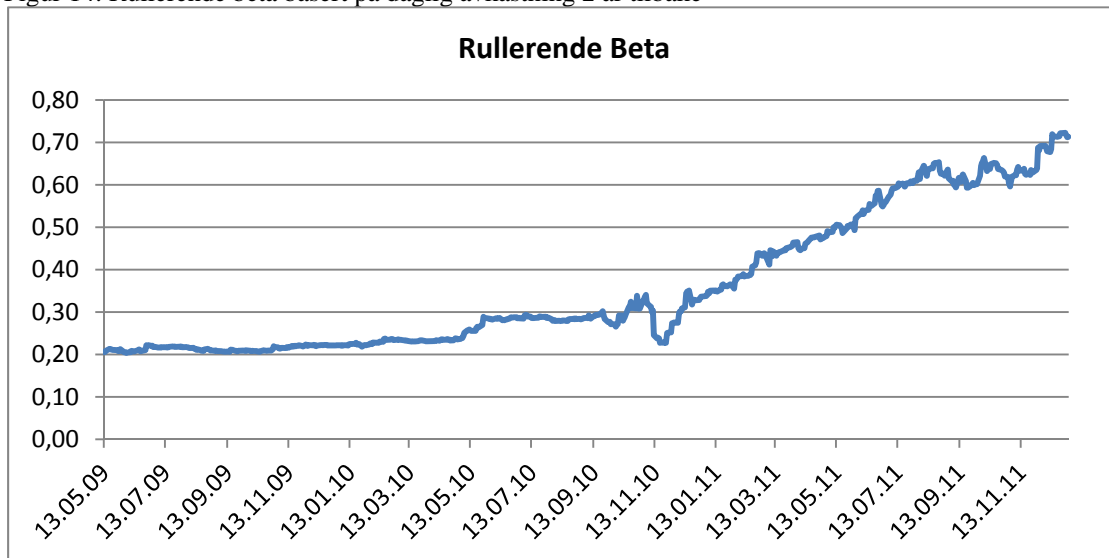
Regresjonsanalyse		
R-kvadrat	0,23	
Observasjoner	56	
	<b>Koeffisienter</b>	<b>t-stat</b>
Skjæringspunkt	0,0	0,12
Avkastning OSEBX	0,59	3,96

Tabell 25: Utdrag fra regresjonsanalyse

I tabellen ovenfor ser vi en t-verdi på 3,9656 som er større enn 2, og derfor signifikant forskjellig fra 0. Det tilsier at det lite sannsynlighet for at betaverdien er tilfeldig.

Som nevnt tidligere anbefaler Koller m. fl. (2010) at en utarbeider rullerende betaer for å sjekke for systematiske endringer eller utvikling i aksjens risiko. I figuren nedenfor ser vi en forholdsvis sterk økning i betaverdien de siste årene.

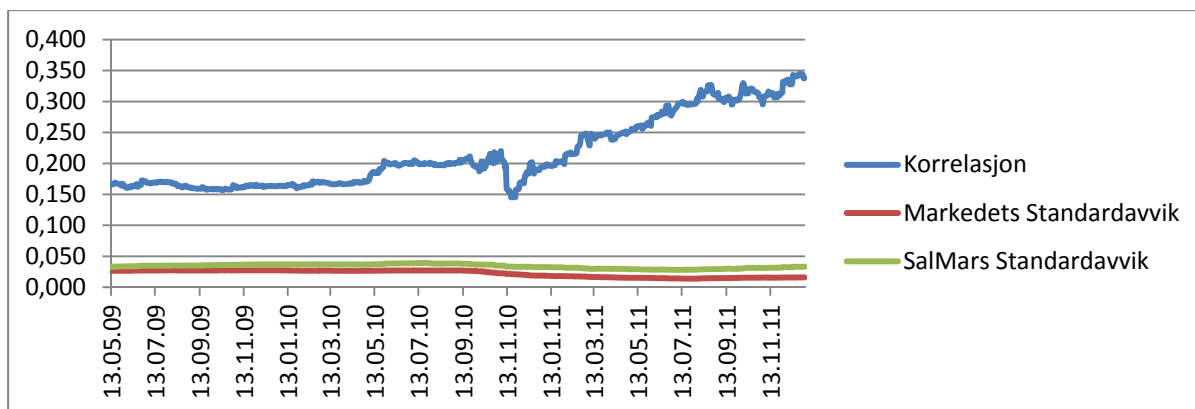
Figur 14: Rullerende beta basert på daglig avkastning 2 år tilbake



For å kunne si noe om hva denne utviklingen skyldes, kan en dekomponere betaen. I følge formelen som jeg introduserte i teorikapitlet kan beta beregnes på følgende måte:

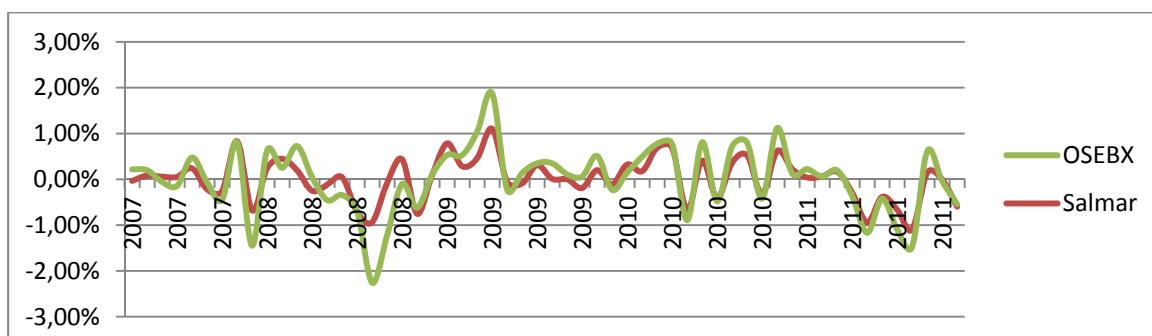
$$\beta = \frac{Korr_{(r,r_M)} * Std_r}{Std_{r_M}}$$

Det vil si at en økning i beta kan skyldes en økning i teller (økning i korrelasjon mellom aksje og indeksen, eller økning i standardavviket til aksjen), eller en reduksjon i nevner (standardavviket til indeksen). I figuren nedenfor ser vi hvordan disse komponentene har utviklet seg i samme periode som den rullerende betaen ovenfor.



Figur 15: Rullerende utvikling for komponentene til beta. Dagstall siste 2 år

Her ser vi at standardavviket til både indeksen og SalMar har vært relativt stabilt denne perioden. Vi ser at årsaken til at betaen kan skyldes høyere korrelasjon mellom markedet og SalMar. Man kan også se tendenser til denne samvariasjonen hvis en sammenligner utviklingen i månedlig avkastning mellom SalMar og OSEBX, fra mai 2007 til desember 2011 i figuren under.



Figur 16: Utvikling i månedlig avkastning. SalMar og OSEBX

Videre vil som nevnt betaen påvirkes av aksjens finansielle risiko og forretningsrisiko. I tabellen nedenfor ser vi utviklingen i egenkapitalandel og forretningsbeta. Som vi ser har egenkapitalandelen blitt redusert de siste 3 årene. Dette vil kunne øke den finansielle risikoen og dermed betaen til SalMar. I tillegg ser vi en økning i forretningsbeta. Denne betaen representerer betaen SalMar ville hatt om det var 100 % egenkapitalfinansiert. Altså kan vi da se på utviklingen av betaen uavhengig av finansiering. Forretningsbetaen har også økt de siste årene, og vil dermed også ha medført til en høyere egenkapitalbeta.

År	Markedsverdi EK siste dag	Rentebærende Gjeld	Egenkapitalandel	Beta	Forretningsbeta
2011	3 090 000 000	2 650 800 000	53,8 %	1,41	0,76
2010	6 334 500 000	1 813 542 000	77,7 %	0,79	0,61
2009	4 738 000 000	783 790 000	85,8 %	0,42	0,36

Tabell 26: Markedsverdi av Egenkapital og Gjeld. Betaestimatet er hentet fra den rullerende, månedlige betaberegningene (2 år bakover) ved årsslutt de aktuelle årene.

### 7.1.3.1 SalMars Beta

Beregningen av beta er som kjent et estimat. På bakgrunn av mine beregninger synes det mest fornuftig å ta utgangspunkt i den månedlige avkastningen mellom OSEBX og SalMar.

Estimatet for beta blir da på 0,5884 basert på den månedlige avkastningen de siste 5 årene.

Som en har sett i forhold til den rullerende betaen til selskapet, ser vi en tendens til at selskapet over tid har konvergert mot markedet. Som nevnt kan Bloombergs justeringsformel da benyttes for å fange opp statistiske målefeil og risiko. På bakgrunn av utviklingen i SalMars beta har jeg valgt å benytte denne justeringsformelen. Betaestimatet blir da:

$$\text{Beta} = 1/3 + 2/3 * 0,59$$

$$\text{Beta} = \mathbf{0,73}$$

### 7.1.4 CAPM

På bakgrunn av den estimerte betaen, valg av risikofri rente og risikopremien kan en nå beregne avkastningskravet til egenkapitalen ved å benytte CAPM. Siden den risikofrie renten på 3,12 % er en nominell rente, må denne justeres for skatt. Det risikofrie egenkapitalkravet blir da på 2,25 %. Siden markedspremien på 5 % er beregnet med hensyn til før-skatt statsrente, må en må den derfor omvendt økes med skatten på risikofri rente (Gjesdal og Johnsen). Dermed blir avkastningskravet til egenkapitalen da lik:

$$\text{CAPM} = 2,25 \% + 0,73 * 5,87 = \mathbf{6,51}$$

## 7.2 Avkastningskravet til selskapets gjeld

For å beregne SalMars avkastningskrav på totalkapitalen må en finne selskapets gjeldskostnad. Som nevnt i regnskapsanalysen vil jeg benytte den gjennomsnittlige lånerenten i analyseperioden på 6,18 %.

### 7.2.1 WACC

Avkastningskravet til selskapets totalkapital (WACC) finnes så ved å multiplisere CAPM og den skattejusterte lånerenten med henholdsvis egenkapitalandel og gjeldsandel. Egenkapital- og gjeldsandel er funnet ved å benytte markedsverdien på egenkapital og gjeld per 31.12.2011. I tabellen under ser en tallene som ligger til grunn for WACC. Som en ser blir avkastningskravet til totalkapitalen 5,6 %.

Tabell 27: Beregning av WACC

Beregning av CAPM og WACC	
Beta	0,73
Risikofri rente etter skatt	2,2 %
MP	5,9 %
<b>CAPM</b>	<b>6,5 %</b>
Skattejustert lånerente	4,4 %
Egenkapitalandel	54 %
Gjeldsandel	46 %
<b>WACC</b>	<b>5,6 %</b>



## 8. Verdivurdering av SalMar

I dette kapitlet vil jeg presentere resultatet av beregnet verdi av egenkapitalen ved bruk av total kapitalmetoden og economic profit metoden. Den estimerte verdien av selskapet vil deretter bli sammenlignet, og vurdert i forhold til andre lakseselskaper ved bruk av multiplikatormodeller.

Vekstforutsetningen er her endret til henholdsvis 4 % i første prognoseperiode og 2,5 % i andre prognoseperiode og restledd. Dette er gjort med bakgrunn i at en vekst på 8 % ville medført relativt store negative kontantoverskudd i perioden. På bakgrunn av dette resultatet og selskapets lave egenkapitalprosent i 2011, anser jeg derfor denne veksten som urealistisk høy. Dette begrunner jeg med at de negative kontantoverskuddene vil da kunne redusere egenkapitalen, og dermed forverre selskapets egenkapitalandel. Selskapet har som nevnt også en betingelse i sin låneavtale som innebærer at egenkapitalandelen ikke kan være under 35 % i en periode lenger en 12 måneder. Derfor er vekst i volum redusert til 4 og 2,5 % i henholdsvis første og andre prognoseperiode.

### 8.1 Total kapitalverdimodellen – DCF

I tabellen nedenfor ser en beregningen av SalMars fri kontantstrøm i prognoseperioden fra 2012 til 2031. Som en ser blir da nåverdien av prognoseperioden lik 986 361 kr. Dette er beregnet ved å diskontere kontantoverskuddene i prognoseperioden med det estimerte avkastningskravet til total kapitalen på 5,6 %.

Restleddet er beregnet ved å benytte formelen introdusert i teorikapitlet. Det antas videre at RONIC vil tilsvare siste år i prognoseperioden, altså 7 %. RONIC er dermed ikke satt lik WACC, og dette bygger derfor på en antakelse om at selskapet etter prognoseperioden klarer å skape en avkastning over avkastningskravet på total kapitalen. Dette gjøres på bakgrunn av at det kan være utfordrende for nye aktører å etablere seg i næringen. Som nevnt i kapittel 2.2, beskrives næringen som kapitalintensiv. Dette, i tillegg til at nye aktører er avhengig av konsesjonstildelinger, kan gjøre det utfordrende for nye aktører å etablere seg. I følge Koller et al. (2010), karakteriseres selskaper som over tid har lav avkastning, blant annet med bakgrunn i lave inngangsbarrierer. Jeg antar derfor at inngangsbarrierer vil gjøre at ROIC vil være over WACC, etter prognoseperioden.

Videre finnes så verdien av egenkapitalen ved å legge sammen verdien av prognoseperiode og restleddet, og så trekke fra summen av finansielle eiendeler og gjeld. Finansielle eiendeler består av egenkapitalverdien av tilknyttede selskaper i 2011. Finansielle forpliktelser består av selskapets bokførte rentebærende gjeld og leasinggjeld ved utgangen av 2011.

Tabell 28: Resultat av total kapitalverdimetoden. NOK 1000

<b>Resultat av Total kapitalverdimetoden</b>	
<b>Verdi av prognoseperioden</b>	986 361
Sluttverdi	4 358 534
Totalt	5 344 895
Finansielle eiendeler	926 262
Finansielle forpliktelser	2 704 964
<b>Selskapets egenkapitalverdi</b>	3 566 193

Sluttverdien utgjør en stor del av verdiberegningen når en benytter kontantstrømbaserte verddivurderingsmodeller. Restleddet er beregnet på bakgrunn av formelen for sluttverdi introdusert i teorikapittelet (kapittel 3.4.1). Prognoseperiodens verdi utgjør her ca. 15 % som kan anses som lavt. Årsaken til at verdien av restleddet er såpass høyt relativt til restleddet er et resultat av reduksjon i driftsinntekt i 2012 som følge av en lavere laksepris i tillegg til den forutsatte veksten i volum. Som en ser er selskapets egenkapital beregnet, med total kapitalmetoden, til å være 3,6 milliarder. (se vedlegg 4).

## **8.2 Economic profit**

I tabellen nedenfor ser en resultatet av verdsettelsen ved benyttelse av economic profit metoden. Dette er en metode som skal gi samme resultat som total kapitalmetoden. Som en ser i tabellen gir også denne metoden en verdi som er tilnærmet lik total kapitalmetoden. Fordelen med en verdsettelse ved bruk av economic profit metoden er som kjent at restleddet får mindre betydning. Som en ser i tabellen nedenfor utgjør sluttverdien en betydelig mindre verdi for economic profit relativt til total kapitalmetoden. Dette ser en skyldes at modellen tar utgangspunkt i investert kapital ved begynnelsen av perioden.

Tabell 29: Resultat av Economic profit. NOK 1000

<b>Economic profit</b>	
Investert kapital 2011	4 059 711
Verdi av prognoseperioden (D)	-60 698
Sluttverdi	1 378 858
Finansielle eiendeler	926 262
Finansielle forpliktelser	2 704 964
<b>Selskapets egenkapitalverdi</b>	<b>3 599 169</b>

Videre ser en at verdien av prognoseperioden negativ. Dette har sammenheng med nedjusteringen av driftsinntektene for 2012. Siden det forutsettes lavere omsetning fremover, basert på prognoser for lakseprisen, vil dette medføre en lavere økonomisk profitt. Også her er den samme beregnede verdien av WACC på 5,6 blitt benyttet for å diskontere økonomisk profitt i prognoseperioden.

Sluttverdien ser en er beregnet til å være 1 378 958 kr. Denne er beregnet ved å benytte formelen introdusert i teorikapittelet (kapittel 3.4.1). Økonomisk profitt året etter prognoseperioden, som benyttes i beregningen av sluttverdien, er beregnet til å være 138 280 kr. Selskapet egenkapitalverdi er beregnet til å være 3,6 milliarder kr. (se vedlegg 5).

### **7.3 Sammenligning med konkurrenter**

For å kvalitetssikre verdsettingen er det beregnet P/B og P/E forholdstall for SalMar og seks andre selskaper. Som nevnt i teorikapittelet bør sammenlignbare selskaper være i samme bransje, de samme kundene, og ha relativt lik størrelse på selskapet. I tillegg bør vekstutsikter og risiko være like. De seks andre selskapene som er beregnet forholdstall for er Marine Harvest ASA, Lerøy Seafood Group, Grieg Seafood ASA, Cermaq ASA, Morpol ASA og Bakkafrøst. Svakheten her er at mange av selskapene er diversifiserte, opererer i flere land, og produserer ulike produkter. Dette vil kunne gi utslag i de beregnede multiplikatorene. Årsaken til at jeg har valgt å benytte P/B og P/E er av tidsmessige årsaker. Som nevnt i teorikapittelet ville nok EV/EBITA vært det mest korrekte å benytte, men av tidsmessige årsaker er multiplikatorer for P/B og P/E beregnet.

Markedsverdien på selskapene er beregnet som produktet av aksjekurs 30.12.2011 og antall aksjer utstedt. Årsresultat og bokført verdi på egenkapital er hentet fra selskapenes kvartalsrapporter for 4 kvartal 2011. I forhold til SalMar har jeg beregnet multiplikatoren på bakgrunn av estimert verdi ved bruk av totalkapitalmetoden, samt markedsverdi ved utgang av 2011.

### 7.3.1 P/E

P/E-forholdstallet reflekterer som nevnt forholdet mellom selskapets markedsverdi og selskapets årsresultat. I tabellen nedenfor ser en beregningen av dette forholdstallet for de respektive selskapene.

Tabell 30: P/E forholdstall. Markedsverdi og Årsresultat: NOK 1000

Selskap	Markedsverdi EK	Årsresultat	P/E
SalMar: TK	3 566 193	146 251	24,38
SalMar: MV	3 090 000	146 251	21,13
Lerøy	4 584 499	378 677	12,11
Grieg Seafoods	483 496	-123 158	-3,93
Marine Harvest	10 856 780	1 121 000	9,68
Bakkafrost	1 788 205	315 868	5,66
Cermaq	6 493 500	792 800	8,19
Morpol	1 394 476	-621 426	-2,24

Som en ser av tabellen blir P/E-forholdstallet høyere ved bruk av egenberegnet verdi av selskapet (SalMar:TK) i forhold til markedsverdien. Dette kommer av at mitt estimat er høyere enn markedsverdien av selskapet. Dette kan indikere at mitt estimat er for høyt. Siden Morpol og Grieg Seafoods hadde et negativt årsresultat gir ikke disse forholdstallene noe fornuftig sammenligningsgrunnlag.

Videre ser en at SalMar har det høyeste forholdstallet. Det vil altså si det svakeste forholdstallet av selskapene med positivt årsresultat. Bakkafrost er selskapet som har det laveste, og derfor beste P/E-forholdet. Dette skyldes som vi ser et godt årsresultat relativt til markedsverdien av egenkapitalen. Som nevnt tidligere er dette forholdstallet sensitivt for finansieringen av selskapene. Dette i seg selv ville tale i fordel for SalMar siden en så i regnskapsanalysen at selskapet hadde høyere gjeldsandel enn selskaper som Marine Harvest

og Lerøy. Dette understreker selskapets dårlige resultat i 2011 i forhold til disse konkurrentene.

Årsaken til at enkelte selskaper har oppnådd et bedre resultat enn andre kan være et resultat av mer kostnadseffektiv drift, eller at en har oppnådd høyere priser på laksen. Som nevnt tidligere mener SalMar at selskapets svake årsresultat skyldes i stor grad at de slaktet mesteparten av sin laks i andre halvdel av 2011.

### 7.3.2 P/B

I tabellen nedenfor ser en pris-bok forholdet for de respektive selskapene. Som en ser er P/B-forholdstallet for Morpol og Grieg Seafood blant de laveste. Morpols lave forholdstall kan ha sammenheng med selskapets lave årsresultat og diversifisering. I tillegg til lakseoppdrett er en stor andel av selskapets virksomhet knyttet til videreforedling. Grieg Seafoods lave forholdstall kan ha sammenheng med det negative årsresultatet. I tillegg så en i regnskapsanalysen at selskapets egenkapitalandel er forholdsvis lav i forhold til Lerøy og Marine Harvest. Årsaken til at markedet priser Grieg Seafoods lavt kan derfor være et resultat av forventinger om at selskapet er i dårlige stand til å takle lavere inntjening fremover

Tabell 31: P/B forholdstall. Markedsverdi og EK: NOK 1000

Selskap:	Markedsverdi EK	Bokført verdi EK	P/B
SalMar: TK	3 566 193	2 214 610	1,61
SalMar: MV	3 090 000	2 214 610	1,40
Lerøy	4 584 499	5 797 766	0,79
Grieg Seafoods	483 496	1 690 150	0,29
Marine Harvest	10 856 780	10 947 000	0,99
Bakkafrost	1 788 205	1 036 245	1,73
Cermaq	6 493 500	6 159 000	1,05
Morpol	1 394 476	2 672 749	0,52

## 9. Sensitivitetsanalyse

For å vurdere hvor sensitiv verdivurderingen er i forhold til endringer i forutsetninger er det foretatt en sensitivitetsanalyse. Dette gjøres ved å endre på forutsetningene for parameterne nedenfor enkeltvis, og samtidig holde de andre forutsetningene konstant. Parametere som er undersøkt er:

- Vekst i driftsinntekter
- Vekst i kostnader
- Vekst i volum
- Den evige vekstfaktoren
- Avkastningskravet til totalkapitalen
- Endring av RONIC

For å vise at endringer i totalkapitalmetoden medfører tilsvarende endringer ved bruk av economic profit metoden, er verdien til economic profit også inkludert i enkelte av sensitivitetsberegningene.

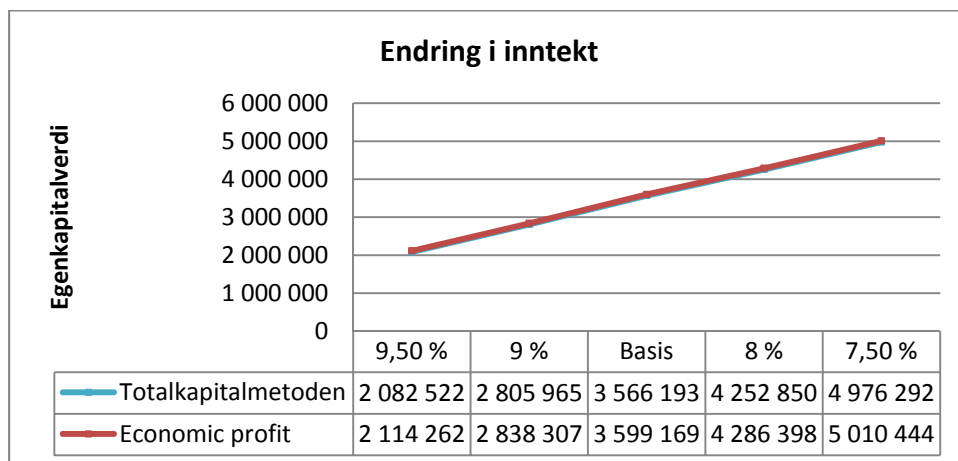
### 9.1 Endring i driftsinntekt

For å se på hvor sensitiv driftsinntekten er for endringer i forutsetningene vil jeg endre på nedjusteringen av driftsinntekter i 2012. Siden 2012 skal representere et midtnivå i en syklus vil det være naturlig at denne forutsetningen er sensitiv for endringer. Som nevnt tidligere er, i følge Kaldestad og Møller (2010), er en av de vanligste feilene en gjør ved verdivurderinger, at en verdsetter selskaper på topp eller bunn i en syklus. Siden driftsinntektene i 2011 representerer en inntekt som har kommet fra et år med høye laksepriser sammenlignet med dagens spotpris og forwardprisen de neste to årene, tilsier dette at driftsinntektene bør nedjusteres. utfordringen blir da å estimere hva som representerer et midtnivå i en syklus for SalMar fremover. Som sensitivitetsanalysen i figuren nedenfor avdekker, vil denne nedjusteringen være svært sensitiv for hva en forutsetter denne endringen vil være.

Nedjusteringen som er foretatt baserer seg på at jeg forutsetter en laksepris på under 27 kr kiloen. I tillegg vil estimert pris per kilo på 29,5, ikke nødvendigvis representere hva SalMar faktisk oppnådde i gjennomsnittlig pris per kilo i 2011. Videre vil nedjusteringen også medføre tilsvarende endringer for selskapet videreforedledede produkter. Dette vil ikke nødvendigvis være riktig å anta. Men, siden selskapet ikke oppgir hvor stor andel av

driftsinntektene som stammer fra disse produktene, anser jeg det som mest riktig å forutsette samme endring.

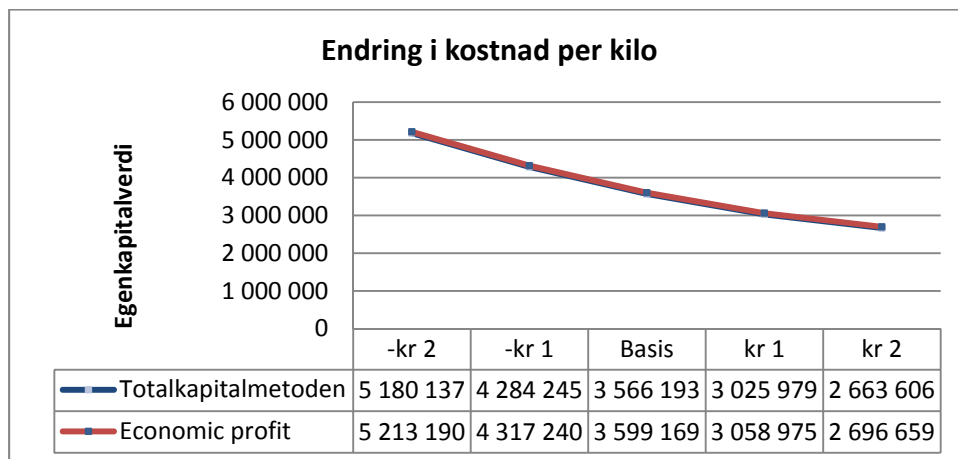
Den estimerte verdien av egenkapitalen er basert på en reduksjon i driftsinntektene fra 2011 til 2012 på 8,5 %. Denne forutsetningen er testet ved å foreta en endring av driftsinntekt 0,5- og 1 % høyere/lavere enn forutsatt reduksjon.



Figur 17: Sensitivitet til endring i driftsinntekt

## 9.2 Endring i vekst for driftskostnader

Driftskostnadene er som kjent basert på nåværende kostnadsnivå i tillegg til en volumjustering og en antatt prisstigning. Dette tilsvarer en pris per kilo laks på 33,4 kr kiloen. For å teste sensitiviteten i denne forutsetningen, har jeg testet hvordan en reduksjon/økning på 1 og 2 kr i første prognoseperiode vil påvirke verdien på selskapets egenkapital. Altså holdes prisen per kilo fast på 33,4 kr kiloen i andre prognoseperiode.



Figur 18: Sensitivitet til endringer i kostnad per kilo i første prognoseperiode.

Som en ser i figuren ovenfor, ville en reduksjon/økning i selskapets kostnader i første prognoseperiode medføre store endringer i verdiestimatet. Som en ser vil SalMar kunne øke sin verdi med omtrent 1 milliard per kr en klarer å redusere kostnadene med. Dette kommer som et resultat av at dette naturligvis vil medføre bedre resultater i første prognoseperiode, gitt at driftsinntektene holdes konstant. Som en så i kapittel 4.1.2, har det vært store økninger i kostnadene i næringen fra 2005 til 2010. En så også samme tendens for SalMar (kapittel 6.1.2) fra 2007 til 2010. I 2011 klarte selskapet derimot å redusere kostnadene per kilo produsert. Siden det er vanskelig å forutse hva fremtidig kostnadsutvikling vil være, anser jeg det som mest riktig å ta utgangspunkt i kostnadsnivået for 2011.

### 9.3 Endring i volumvekst

Forutsetningene tatt i forhold til volumvekst er som nevnt tidligere 4 % og 2,5 % for første og andre prognoseperiode. I tabellen under ser en hvordan vekst i volum vil kunne påvirke verdien av selskapet. Dette gir et litt misvisende bilde av situasjonen. Ut i fra denne modellen kan det virke som at jo større vekst jo bedre. Årsaken til dette er at verdien av restleddet vil øke betydelig når en antar en vekst på 8 og 4,5 % i henholdsvis første og andre prognoseperiode. Årsaken til at dette ikke kan anses som spesielt sannsynlig, gitt at de andre forutsetningene stemmer, er på grunn av at dette vil medføre at ROIC vil være under WACC i hele prognoseperioden. Jeg anser det ikke som realistisk at investorer vil se positivt med flere år med negativ kontantstrøm, i bytte mot høyere avkastning på lang sikt som følge av volumøkningen. Dette fordi det vil være knyttet stor usikkerhet til inntjening som kommer flere år frem i tid.

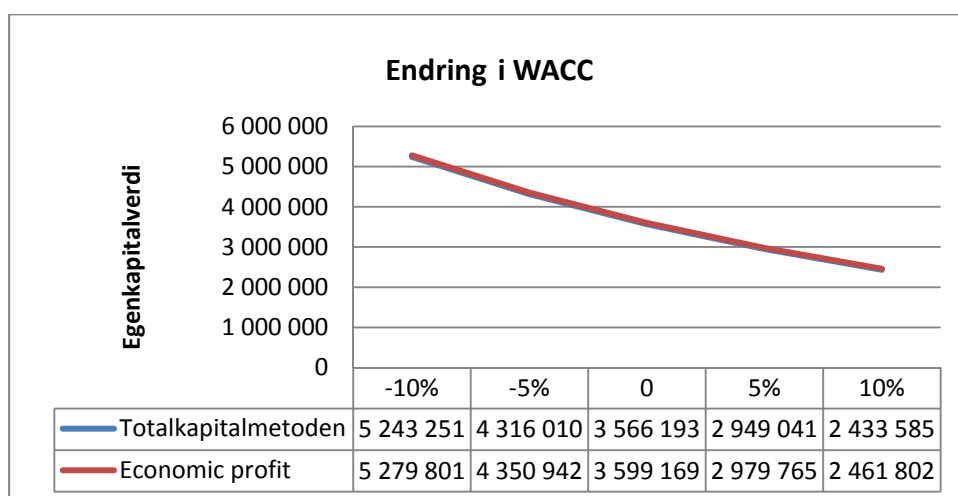
Tabell 32: Sensitivitet til endring i volumvekst

<b>1. periode/2. periode</b>	0,5 %	1,5 %	<b>Basis</b>	3,5 %	4,5 %
8 %	3 531 298	3 728 982	3 948 271	4 191 337	4 460 550
6 %	3 381 211	3 556 371	3 750 567	3 965 705	4 203 860
<b>Basis</b>	3 240 332	3 394 906	<b>3 566 193</b>	3 755 855	3 965 705
2 %	3 109 159	3 245 009	3 395 475	3 562 003	3 746 173
0 %	2 987 943	3 106 841	3 238 469	3 384 086	3 545 058



## 9.4 Endring i totalavkastningskravet

Totalavkastningskravet representerer som kjent avkastningskravet til kapitalytterne. Årsaken til at det er hensiktsmessig å sjekke sensitiviteten i dette kravet er fordi det baserer seg på faktorer som kan endre seg. Dette kan for eksempel være selskapets lånerente, beta eller risikofri rente. I figuren nedenfor ser en hvor sensitiv verdivurderingen er for endringer i denne parameteren.

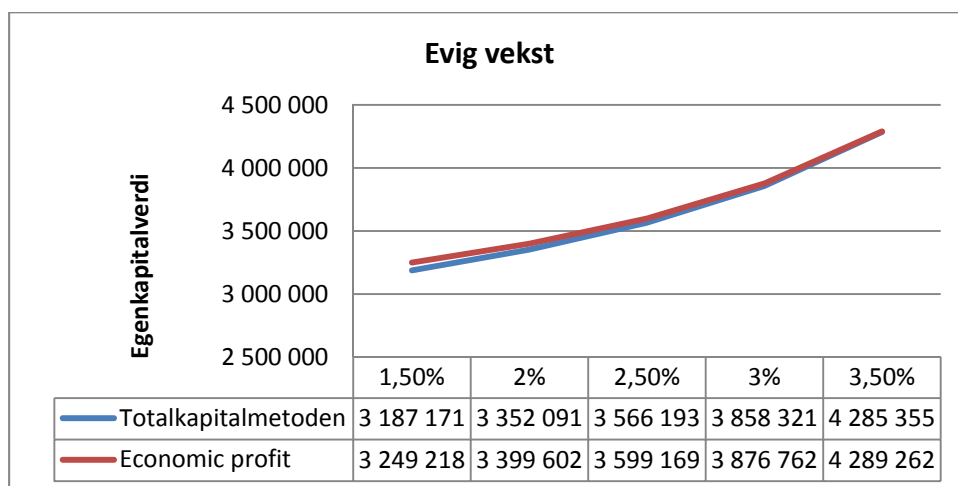


Figur 19: Sensitivitet for endringer i WACC

Som en ser i figuren ovenfor ville en økning på 10 % medføre en reduksjon av verdien på over 1 milliard. I figur 14 kapittel 7.1.3, så en utviklingen i aksjens risiko. Der så en at risikoen har økt betydelig de siste årene. Hvis denne tendensen fortsetter kan dette resultere i et høyere avkastningskrav til totalkapitalen. I tillegg vil andre faktorer som lånerenten og den risikofrie renten kunne øke i fremtiden, og dermed føre til høyere avkastningskrav for totalkapitalen.

## 9.5 Endring i evig vekstrate

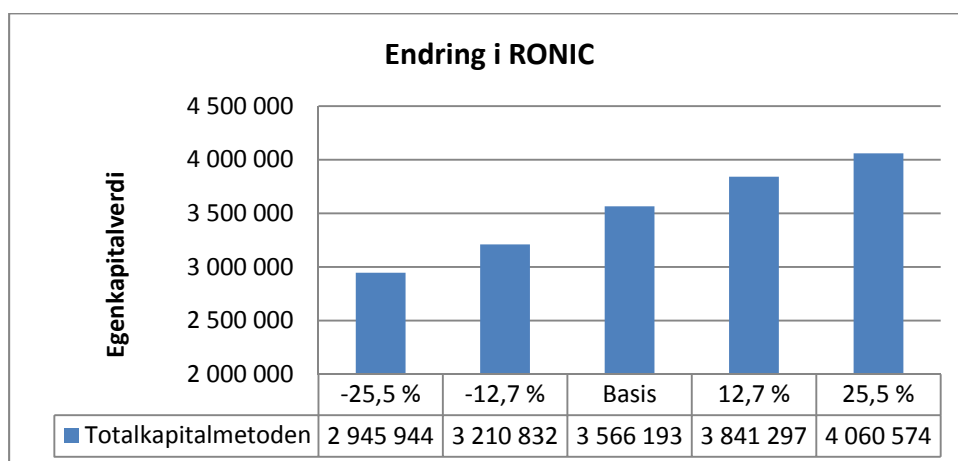
Som kjent er verdivurderingen basert på en evig vekst på 2,5 %. I følge Koller et al. (2010) er det få selskaper en kan forvente kan vokse raskere enn økonomien over lengre perioder. De anbefaler derfor sensitivitetsanalyser for å få en bedre forståelse for hvordan veksten påvirker restleddet i verdsettingen. I figuren nedenfor ser en konsekvensene av en opp- og nedjustering på 0,5 og 1 %. Altså vekstrater på 1,5 %, 2 %, 2,5 %, 3 %, og 3,5 %.



Figur 20: Endring i evig vekst

## 9.6 Endring i RONIC

I følge økonomisk teori er det rimelig å anta at konkurranse etterhvert vil eliminere unormal avkastning. Av den grunn vil det i ofte være hensiktsmessig å sette avkastningen på investert kapital i restleddet (RONIC) lik WACC. Denne har jeg som kjent satt lik 7 %, som representerer siste år i prognoseperioden. RONIC satt lik WACC representerer en forskjell i avkastningskravet på 25,5 %. Jeg har derfor testet sensitiviteten til en positiv og negativ endring på 12,7 og 25,5 %.



Figur 21: Sensitivitet til endring i RONIC

Som en ser i figuren ovenfor vil en forutsetning om RONIC lik WACC (-25,5 %) resultere i en egenkapitalverdi lik ca. 2,9 milliarder. Dette kan indikere at RONIC er satt for høyt i min

verdsettelse av SalMar. Dette kan begrunnes ut ifra en markedsverdi på egenkapitalen på ca. 3 milliarder ved utgangen av 2011.

## 10. Diskusjon og konklusjon

### 10.1 Diskusjon

Formålet med oppgaven har vært å estimere verdien av egenkapitalen til SalMar. Verdien har blitt estimert ved bruk av to metoder basert på fundamental verdsettelsesteori. De to metodene som er anvendt er totalkapitalmetoden og economic profit. Disse to metodene har, som en har sett, gitt tilnærmet lik verdi. Ulempen med metodene, er også det som blir trukket frem som fordelene med metoden, nemlig at den baserer seg på prognoser av fremtidige kontantstrømmer. Selv om economic profit metoden beregnes med utgangspunkt i investert kapital, vil naturligvis også denne metoden i like stor grad være sensitiv for prognoser av fremtidige kontantstrømmer.

Usikkerheten i verdiestimatet ble avdekket i sensitivitetsanalysen. Som en så, var verdiestimatet spesielt sensitivt til forutsetningene om driftsinntekt, driftskostnader og WACC. Spesielt vil jeg trekke frem sensitiviteten til driftsinntektene. Usikkerheten med hensyn til nedjusteringen av driftsinntektene, og prognosene for fremtidig laksepris, gjør at jeg vurderer denne forutsetningen som mest usikker i verdiestimatet. Nedjusteringen av driftsinntektene for 2012 er som kjent beregnet på bakgrunn av estimert oppnådd laksepris per kilo i 2011. Driftsinntektene for 2012 er så benyttet som et basisår i videre prognoser av driftsinntektene. Dette estimatet stemmer ikke nødvendigvis med virkelig oppnådd pris per kilo. Videre er estimatet av lakseprisen fremover, er basert på forwardpris to år frem i tid (se kapittel 4.5). Det er ikke nødvendigvis slik at dette nødvendigvis representerer et gjennomsnittlig nivå i forhold til hva prisen i fremtiden faktisk vil være. Tiden har vist at det er vanskelig å anslå fremtidig laksepris. Ved slutten av januar 2011 trodde aktørene i næringen og markedet, at gjennomsnittlig pris kom til å ligge rundt 40 kr kiloen i 2011. Analytikerne i næringen var ikke like optimistisk, men spådde en pris rundt 35 kr kiloen[33]. Resultatet var en spotpris på rundt 31,9 kr kiloen. Dette illustrerer utfordringene knyttet til estimering av fremtidige driftsinntekter.

I risikoanalysen så en også eksempler på hvordan blant annet endringer i reguleringer, og handelsbarrierer, vil kunne påvirke markedsverdien av egenkapitalen. I tillegg vil et alternativ til fôr benyttet i produksjon i dag, kunne medføre bedre lønnsomhet. Det er vanskelig å

forutse slike hendelser, og derfor anser jeg det som mest hensiktsmessig å ta utgangspunkt i nåværende situasjon.

Regnskapsanalysen viste blant annet at selskapet finansiering og soliditet ble betydelig forverret i 2011. Selskapet hadde den laveste egenkapitalandelen sammenlignet med konkurrentene. I tillegg ligger selskapet på grensen av minimumskravet i sin låneavtale med hensyn til egenkapitalandelen. Normalt sett ville en kanskje kunne tenke seg at de lave lakseprisene nå vil føre til at mange potensielle oppkjøpskandidater er lavt priset, og dermed attraktive med hensyn til videre volumvekst. Men på bakgrunn av selskapets finansielle situasjon, og prognoser for fremtidig profitt, anser jeg en videre sterk volumvekst som usannsynlig. I forhold til forutsetningen om vekst i volum, indikerte sensitivitetsanalysen at verdien til selskapet ville øke jo mer selskapet økte sin produksjon. Dette vil som nevnt gi et misvisende bilde av situasjonen. Som kjent, er egenkapitalen i et selskap mer risikabel enn gjelden. Dette skyldes at eierne av selskapet ikke vil få noen kontantstrøm før kreditorer har fått betaling i form av renter og avdrag. Dette medfører at aksjonærene derfor bærer større risiko enn selskapets kreditorer. Veksten på 4 % i første prognoseperiode vil føre til lave, og i enkelte år, negative kontantoverskudd. Dermed kan det virke urealistisk å forutsette videre volumvekst i det hele tatt, gitt at de andre forutsetningene holder. Som en så i sensitivitetsanalysen ville dette medført en egenkapitalverdi på litt i underkant av 3 milliarder. Altså, gitt at de andre forutsetningene holder, ville ingen volumvekst gitt en estimert verdi tilnærmet lik markedsverdien. Dette kan være en mer realistisk forutsetning å ta, med hensyn til prognostisert kontantstrøm fremover. Jeg anser det ikke som å være realistisk at eierne vil akseptere flere år med negativ kontantstrøm, i bytte mot at dette *kanskje* vil gi god avkastning i fremtiden. Dette kan altså indikere at forutsetningen om vekst i volum er satt for høyt i mitt estimat.

En verdivurdering av SalMar, slik jeg ser det, i stor grad bygge på hva en forutsetter lakseprisen vil bli i fremtiden. Denne vil igjen påvirkes av risikofaktorer beskrevet tidligere. Den beregnede verdien av egenkapitalen til SalMar er omtrent 476 millioner kr over markedsverdien til selskapet (Markedsverdi per 30.12.2012: 3 090 millioner kr). Dette kan indikere at aksjen er underpriset. Stor usikkerhet knyttet til fremtidig laksepris bidrar derimot til stor usikkerhet i verdiestimatet. Avviket kan derfor skyldes at markedet forutsetter en lavere markedspris på laks enn jeg har forutsatt. I tillegg kan det skyldes forskjeller i WACC antatt volumvekst. I Dagens Næringsliv 30.05.12 er beta beregnet, basert på de siste 24

månedene, til å være 0,79 [34]. En benyttelse av denne betaen ville redusert den estimerte verdien til 3,3 milliarder. Derfor kan dette være en annen årsak til avviket mellom estimert verdi og markedsverdien av egenkapitalen. Samtidig er det ikke gitt at markedsverdien nødvendigvis er ”riktig” verdi.

## **10.2 Konklusjon**

Oppgavens problemstilling:

”hva er verdien av egenkapitalen SalMar ved utgangen av 2011?”

Basert på forutsetninger tatt, og verdsettingsmetoder som er anvendt, er verdien av egenkapitalen til SalMar estimert til å være ca. 3,6 milliarder kr. Dette tilsvarer en pris per aksje på 34,6 sammenlignet med en aksjekurs på 30. Samtidig ser en at markedsverdien av egenkapitalen svinger betraktelig. Fra begynnelsen av 2009 til slutten av 2011 har den gjennomsnittlige (aritmetiske) aksjekursen til SalMar vært meget høy, relativt til dagens aksjekurs[35]. Den gjennomsnittlige aksjekursen til SalMar i 2009, 2010 og 2011 har vært henholdsvis 40, 52 og 49. Reduksjonen i aksjekursen til 30 kr per aksje ved utgangen av 2011 kan derfor sees i sammenheng med reduksjon i lakseprisen, siden den ble redusert betraktelig i andre halvdel av 2011. Normalt sett ville en anta at aksjekursen har tatt hensyn til svingninger i lakseprisen. Men siden det er vanskelig å predikere fremtidens laksepris, er ikke dette så overraskende. I perioden oppgaven er skrevet, har aksjekursen til SalMar variert fra laveste kurs på 27,1, til høyeste kurs på 37. Dette er selvsagt ikke utelukkende et resultat av usikkerhet knyttet til fremtidig laksepris, men jeg mener det er rimelig å anta at dette er en av hovedårsakene.

På grunn av usikkerheten i estimatet vil jeg ikke konkludere med at selskapet er undervurdert i markedet. Dette skyldes usikkerheten knyttet til forutsetningene, samt utfordringene ved å estimere fremtidig laksepris. Men utviklingen i aksjekursen de siste månedene, kan derimot indikere at estimatet er innenfor rimelighetens grenser.

## **11. Referanseliste**

### **11.1 Bøker, artikler og rapporter**

SalMar ASA (2007) ”SalMar IPO 2007 prospekt” First Securities ASA

SalMar ASA (2007), ”Årsrapport 2007”

SalMar ASA (2008), ”Årsrapport 2008”

SalMar ASA (2010), ”Årsrapport 2009”

SalMar ASA (2011), ”Årsrapport 2010”

SalMar ASA (2011), ”Årsrapport 2011”

SalMar ASA (2010), ”Kvartalsrapport - 1. Kvartal 2011”

SalMar ASA (2010), ”Kvartalsrapport - 2. Kvartal 2011”

SalMar ASA (2010), ”Kvartalsrapport - 3. Kvartal 2011”

SalMar ASA (2011), ”Kvartalsrapport - 4. Kvartal 2011”

SalMar ASA (2011), ”Presentasjon Nordeas Havbrukskonkurranse”

SalMar ASA (2012), ”Presentasjon North Atlantic Seafood Conference 2012”

Marine Harvest ASA (2011) Kvartalsrapport 4. Kvartal

Grieg Seafood ASA (2011) Kvartalsrapport 4. Kvartal

Lerøy Seafood Group ASA (2011) Kvartalsrapport 4. Kvartal

Morpol ASA (2011) Kvartalsrapport 4. Kvartal

Bakkafrost ASA (2011) Kvartalsrapport 4. Kvartal

Cermaq ASA (2011) Kvartalsrapport 4. Kvartal

- Albrigtsen, B. (2007). *Effekten av endringer i lakseprisen på aksjekursen til noen utvalgte lakseselskaper på Oslo børs*. B. Albrigtsen, Tromsø.
- Asche, F., & Bjørndal, T. (2011). *The economics of salmon aquaculture*. Chichester: Wiley-Blackwell.
- Asche, F., & Tveterås, R. (2011). *En kunnskapsbasert sjømatnæring* (Vol. 8/2011). Oslo: Handelshøyskolen BI.
- Blumberg, B., Cooper, D. R., & Schindler, P. S. (2011). *Business research methods*. London: McGraw-Hill Higher Education.
- Boye, K., & Dahl, G. A. (1997). *Verdsettelse i teori og praksis: festskrift til Knut Boyes 60-årsdag*. Oslo: Cappelen akademisk forl.
- Boye, K., & Meyer, C. B. (2008). *Fusjoner og oppkjøp*. [Oslo]: Cappelen akademisk.
- Eklund, T., & Knutsen, K. (2003). *Regnskapsanalyse med årsoppgjør: aktiv bruk av regnskapet*. Oslo: Gyldendal akademisk.
- Fasting, A. H. (2006). *En strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av Lerøy Seafood Group ASA: av Astrid Hølmo Fasting*. [A.H. Fasting], Bergen.
- Gjesdal, F., & Johnsen, T. (1999). *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Oslo: Cappelen akademisk forl.
- Gripsrud, G., Olsson, U. H., & Silkoset, R. (2004). *Metode og dataanalyse: med fokus på beslutninger i bedrifter*. Kristiansand: Høyskoleforl.
- Hull, J. (2012). *Options, futures, and other derivatives*. Boston, Mass.: Pearson.
- Island, M. (2009). *Strategisk analyse og verdivurdering av Marine Harvest*. [M. Island], Bergen.
- Jacobsen, D. I. (2005). *Hvordan gjennomføre undersøkelser?: innføring i samfunnsvitenskapelig metode*. Kristiansand: Høyskoleforl.
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2011). *Verdivurdering: teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. Oslo: Revisorforeningen.no.
- Kleven, C., & Kolseth, C. (2010). *Lerøy Seafood Group ASA: regnskapsanalyse og verdsettelse*. [Forfatterne], Bergen.
- Koller, T., Copeland, T. E., Wessels, D., Goedhart, M., & Murrin, J. (2010). *Valuation: measuring and managing the value of companies*. Hoboken, N.J.: Wiley.
- Melingen, H. (2011). *Verdivurdering av Scottish Sea Farms Limited*. Universitetet i Tromsø, Tromsø.



## 11.2 Web kilder:

- [1] "Historie". SalMar ASA. Web side: <http://www.salmar.no/Om-SalMar/Historie>. Dato: 20.02.2012
- [2] "How to deliver margins through low cost production in salmon farming and value added production in Norway". SalMar ASA: Presentasjon. Web-side: <http://www.salmar.no/Investor/Presentations>. Dato: 14.12.2011
- [3] "Yngve Myhre Ny konsernsjef i SalMar". SalMar ASA: Pressemelding. Web side: <http://www.salmar.no/Presse/Pressemeldinger/Pressemeldingsarkiv/aHR0cDovL2N3cy5odWdpbm9ubGluZS5jb20vUy8xMzg2OTUvUFlvMjAxMTA1LzE1MTM5MTQueG1s>. Dato: 02.05.2012
- [4] "Presentasjon Nordeas Havbrukskonkurransen". SalMar ASA. Presentasjon. Web side: <http://www.salmar.no/Investor/Presentasjoner>. Publisert: 03.12.2012. Dato: 10.03.2012
- [5] "Strategi & Visjon" SalMar ASA. Web side: <http://www.salmar.no/Om-SalMar/Strategi-og-visjon>. Dato: 21.02.2012
- [6] "InnovaMar – Fra drøm til virkelighet". SalMar ASA. Web side: <http://www.salmar.no/Om-SalMar/InnovaMar>. Dato: 21.02.2012.
- [7] "Hva påvirker lakseprisen?" Frank Asche. Presentasjon på Havbrukskonferansen 2011. Web side: <http://www.slideshare.net/NSEC/frank-asche-professor-vehva-pvirker-lakseprisen>. Figur hentet fra femte slide. Dato: 27.01.2012
- [8] Iversen, A (Nofima), Klev, J.M. Bergersen, R.E. Storehaug, K og Røtnes, R. (Econ Pöyry) (2010) "Markeds- og verdikjedeanalyse: fase 1 av prosjektet Value propositions i nordisk marin sektor" Nordic Marine Innovation. Web side: [http://www.nordicinnovation.org/Documents/Attachments/MarkedsOgVerdikjedeanalyse\\_rapport.pdf](http://www.nordicinnovation.org/Documents/Attachments/MarkedsOgVerdikjedeanalyse_rapport.pdf). Publisert: ukjent. Hentet: 12.03.12
- [9] PwC og Norske Finansanalytikere Forening. "Risikopremien i det norske markedet 2011 og 2012". Web side: <http://www.pwc.no/no/publikasjoner/deals/risiko-pdf.pdf>. Dato: 16.04.2012.

- [10] "6.1 Porters model for bransjeanalyser" Kulturdepartementet. Web side: <http://www.regjeringen.no/nb/dep/kud/dok/nouer/2010/nou-2010-14/8.html?id=628690>. Dato: 16.01.12.
- [11] "Monthly settlement prices". Fishpool ASA. Tall hentet fra web side: <http://fishpool.eu/iframe.aspx?iframe=extranett/spothistory.asp&pageld=46>. Dato: 22.02.2012.
- [12] Verdensproduksjon av Atlantisk laks. Terje Vassdal, Universitetet i Tromsø. Mottatt på mail: 17.02.2012
- [13] "USA fjerner straffetollen på norsk laks" Norges Sjømatråd. Web side: <http://seafood.no/Nyheter-og-media/Presse/Pressemeldinger/USA-fjerner-straffetollen-paa-norsk-laks>. Publisert: 27.01.12. Dato: 15.03.12.
- [14] Aandahl, P. "Fall og vekst i det globale laksemarkedet" Presentasjon fra Aqkva Havbrukskonferansen, Norges Sjømatråd. Mottatt på mail fra Paul Aandahl. Dato: 14.02.2012.
- [15] "Norsk eksport av sjømat i 2011" Presentasjon: Norges Sjømatråd. Web side: <http://seafood.no/Nyheter-og-media/Noekkeltall>. Dato: 06.02.12
- [16] "Økonomiske analyser akvakultur - lønnsomhetsundersøkelse for matfiskproduksjon, laks og regnbueørret. År 2010". Fiskeridirektoratet. Nr1/2011. Utgitt november 2011. Dato 21.03.2012.
- [17] "Oppdatering knyttet til lokalitet i Troms med stadfestet PD". SalMar ASA: Pressemelding. Web side: <http://www.salmar.no/Presse/Pressemeldinger/Nyheter/Oppdatering%20knyttet%20til%20lokalitet%20i%20Troms%20med%20stadfestet%20PD>. Dato: 07.02.12
- [18] "Bærekraftig havbruk". Fiskeri- og Kystdepartementet. Web side: <http://www.regjeringen.no/nb/dep/fkd/samlesider/barekraftig-havbruk.html?id=612469>. Publisert dato: ukjent. Dato: 01.02.12
- [19] "Fremtidig produksjonsbegrensning i havbruksnæringen" Fiskeri- og Havbruksnæringens Landsforening. Web side: <http://www.fhl.no/dette-jobber-vi>

- med/fremtidig-produksjonsbegrensning-i-havbruksnaeringen-article1162-6.html.  
Publisert dato: 20.03.04. Dato: 20.05.12.
- [20] ”MTB – Behov for endringer”. Norske Sjømatbedrifters Landsforening. Web side:  
<http://www.nsl.no/index.php?docid=75>. Publisert dato: Ukjent. Dato: 20.05.12.
- [21] ”Avslår å endre MTB-regulering. Fish.no. Web side:  
<http://www.fish.no/oppdrett/2400-avslar-a-endre-mtb-reguleringen.html>. Publisert  
dato:31.03.10. Dato: 20.05.2012).
- [22] “Russland stanser all norsk laks” NRK. Web side: <http://nrk.no/okonomi/russland-stanser-all-norsk-laks-1.562137>. Dato: 03.04.2012.
- [23] “Nekter import av norsk laks” Aftenposten.no. Web side:  
<http://www.aftenposten.no/okonomi/utland/Nekter-import-av-norsk-laks-6818032.html#.T7kARMU4kwI>. Publisert dato: 30.03.12. Dato: 23.03.12.
- [24] “Kina vil ikke lenger ha norsk laks”. Web side:  
<http://www.nrk.no/nyheter/distrikt/nordland/1.7564167>. Publisert dato: 25.03.11.  
Dato: 29.03.12.
- [25] Kvaløy, O., og R. Tveterås. 2000. "Den integrerte oppdrettsnæringen", Økonomisk  
Forum 60(5): 25-32. Web side:  
[http://www.uis.no/getfile.php/Forskning/Vedlegg/09%20%C3%98konomi/Den%20in  
tegrerte%20oppdrettsn%C3%A6ringen.pdf](http://www.uis.no/getfile.php/Forskning/Vedlegg/09%20%C3%98konomi/Den%20integerte%20oppdrettsn%C3%A6ringen.pdf). Dato: 22.05.2012.
- [26] Iversen, A (Nofima), Klev, J.M. Bergersen, R.E. Storehaug, K og Røtnes, R. (Econ  
Pöyry) (2010) ”Markeds- og verdikjedeanalyse: fase 1 av prosjektet Value  
propositions i nordisk marin sektor” Nordic Marine Innovation. Web side:  
[http://www.nordicinnovation.org/Documents/Attachments/MarkedsOgVerdikjedean  
alyse\\_rapport.pdf](http://www.nordicinnovation.org/Documents/Attachments/MarkedsOgVerdikjedeanalyse_rapport.pdf). Publisert: ukjent. Hentet: 12.03.12.
- [27] “Salg & Distribusjon – *Nærhet til kunder og høy kvalitet*” SalMar ASA. Web side:  
<http://www.salmar.no/Om-SalMar/Virksomhetsomrader/Salg-og-Distribusjon>. Dato:  
14.05.2012

- [28] "Fishpool forward prices list". Fishpool ASA. Web side:  
<http://fishpool.eu/iframe.aspx?iframe=forwardlist.asp&pageId=49>. Tall hentet fra Fishpool.eu 22.02.2012 kl 12.00.
- [29] "Produksjonskostnader for Norge, Chile og Skottland" Presentasjon av Terje Vassdal. Havbrukskonferansen 22 november 2011. Web side:  
<http://www.slideshare.net/NSEC/terje-vassdal>. Dato: 14.03.2012.
- [30] TND Finans "Dårlig timing snublet SalMar". Dn.no.  
<http://www.dn.no/forsiden/resultater/article2204789.ece>. publisert 19.08.2011. Dato: 17.03.2012
- [31] "Statsobligasjoner. Årsgjennomsnitt" (Årsgjennomsnitt av faglige noteringer). Norges bank. Web side: <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/statsobligasjoner-rente-arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/> Hentet fra Norges Bank 30.03.2012 08:51:30
- [32] Takla, E. "Jeg er sikker, veldig sikker" Dagens Næringsliv. Web side:  
<http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article2070473.ece>. Publisert: 30.01.2011. Dato: 12.05.2012
- [33] Kaldestad, Y. Møller, B. "Kritisk lys på utarbeidelser av prognoser ved verdsettelse". Universitetsforlaget| Praktisk økonomi & finans. Volum. 27| 2-2011. Web side:  
<http://www.idunn.no/ts/pof/2011/02/art04>. Dato: 15.05.12
- [34] Dagens Næringsliv – Papirutgaven. Børsoversikt. Publisert 29.05.12. Dato: 29.05.12
- [35] Gjennomsnittlig aksjekurs. Tall beregnet på basis av det aritmetiske gjennomsnittet av daglig aksjekurs for 2009, 2010 og 2011. Tall nedlastet for perioden 01.01.2009 til 30.12.2011. Hentet fra:  
[http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockGraph?newt\\_ticker=SALM&newt\\_menuCtx=1.1.20](http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockGraph?newt_ticker=SALM&newt_menuCtx=1.1.20)
- [36] Tveterås, S. Tveterås, R. "The global competition for wild fish resources between livestock and aquaculture". Journal of Agricultural Economics, vol. 61(2), side 381-397. Publisert mars 2010. Web side:  
<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1477-9552.2010.00245.x/pdf>

## Vedlegg

Vedlegg 1: Utvikling i produksjonskostnader. Kostnadene som er tatt med representerer de største kostnadene tilknyttet lakseproduksjon, og står for ca. 93 % av totale produksjonskostnader i 2010. Kilde: Terje Vassdal, Professor ved Universitetet i Tromsø.

Mottatt på mail 17.02.2012[12].

<b>Nominelle tall</b>					
Vekst	Data				
År	Smoltkostn per kg prod	Forkostn per kg prod	A_driftsk per kg	Lønnskostn per kg prod	Slaktekostn per kg+frakt
1996	3,20	8,83	2,72	1,75	2,20
1997	2,83	9,22	2,29	1,57	2,27
1998	2,72	9,71	2,39	1,55	2,33
1999	2,61	8,85	2,45	1,53	2,57
2000	2,53	8,01	2,73	1,54	2,25
2001	2,42	8,16	2,56	1,48	2,25
2002	2,20	9,18	2,55	1,46	2,50
2003	2,07	9,12	2,41	1,32	2,28
2004	2,26	8,64	2,47	1,29	2,19
2005	2,18	7,98	2,25	1,32	2,20
2006	2,35	8,97	2,96	1,42	2,05
2007	2,48	9,34	2,92	1,28	2,07
2008	2,09	9,76	2,88	1,43	2,33
2009	1,94	9,85	2,90	1,29	2,35
2010	2,28	10,64	3,20	1,69	2,83
<b>Andel av totale kostnader 2010</b>	10,2 %	47,8 %	14,4 %	7,6 %	12,7 %
<b>%-vis endring 05 til 10</b>	4,6 %	<b>33,4 %</b>	<b>42,1 %</b>	<b>28,2 %</b>	<b>28,7 %</b>
<b>Gjennomsnittlig vekst 05 til 10</b>	1 %	6 %	8 %	5 %	5 %

Vedlegg 2: Resultatregnskap 2007 til 2011. Hentet fra selskapets årsrapport.

<b>DRIFTSINTEKTER OG DRIFTSKOSTNADER</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
salgsinntekt	1 665 530	1 704 242	2 376 262	3 399 868	3 795 746
Annen driftsinntekt	12 157	10 014	1 042	29 564	33 299
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>1 677 687</b>	<b>1 714 256</b>	<b>2 377 305</b>	<b>3 429 432</b>	<b>3 829 044</b>
Endring i beholdning varer under/ferdig tilvirkede (kostprinsipp)	-47 750	-103 844	-25 567	-401 629	-385 900
Merverdier varelager fra oppkjøp	17 641	9 303	0	33 587	20 259
Varekjøp	836 652	922 016	1 162 445	2 013 312	2 373 168
Tot. Varekostnader (egenlaget post)	806 543	827 475	1 136 878	1 645 270	2 007 527
Lønnskostnad	217 808	240 393	265 517	313 290	391 745
Avskrivninger	50 671	55 225	66 578	93 962	132 000
Nedskrivning av varige driftsmidler og immaterielle eiendeler			11 600	1 668	543
Tot. Ordinære avskrivninger sammenlagt. EGEN POST	50 671	55 225	78 178	95 630	132 543
Annen driftskostnad	191 270	253 701	311 973	402 453	705 891
Sum driftskostnader	1 266 292	1 376 794	1 792 546	2 456 642	3 237 705
Driftsresultat før verdijustering biomasse	411 395	337 462	584 759	972 791	601 340
Verdijustering biomasse	94 234	-32 996	-4 624	181 023	-356 693
Engangsposter (kvartal rapport)					-56 435
<b>Driftsresultat EBIT</b>	<b>505 629</b>	<b>304 466</b>	<b>580 135</b>	<b>1 153 813</b>	<b>188 212</b>
<b>FINANSINTEKTER OG FINANSKOSTNADER</b>					
Inntekt på investering i tilknyttet selskap (res på tilknyttede selskaper)	31 600	12 248	56 769	147 365	97 999
Renteinntekt	4 706	3 485	330	5 639	5 276
Finansinntekt	364	364	30 066	18 495	2 774
Rentekostnad til foretak i samme konsern	0	0			
Rentekostnad	47 104	72 178	32 078	49 597	98 791
Finanskostnad	13 935	13 683	1 119	14 931	34 992
Andre finansposter (sammenlagt rente og finansposter)	-55 969	-82 012	-2 801	-40 394	-125 733
Netto finansresultat	-24 369	-69 764	53 968	106 972	-27 734
<b>Resultat før skattekostnad</b>	<b>481 260</b>	<b>234 702</b>	<b>634 103</b>	<b>1 260 785</b>	<b>160 478</b>
skattekostnad	129 431	65 874	163 217	302 667	13 106
<b>Årsresultat (ordinært resultat)</b>	<b>351 829</b>	<b>168 828</b>	<b>470 886</b>	<b>958 118</b>	<b>147 372</b>
UtVIDEt REsULtAt					
Omregningsdifferanse i tilknyttede selskaper			-20 384	-27 546	1 544
Egenkapitaltransaksjoner i tilknyttede selskap			4 076	158	-3 063
Omregningsdifferanse i datterselskaper			-658	416	398
Endring i virkelig verdi av sikringsinstrumenter			2 205	0	
Reklassifisering sikringsinstrumenter			0	-6 899	
<b>årets totalresultat (Periodens totalresultat)</b>			<b>456 126</b>	<b>924 246</b>	<b>146 251</b>
Minoritetenes andel av årsresultatet	-49	249	16	11300	2 517
Majoritetens andel av årsresultatet	351878	168579	470869	946818	144 855
Minoritetenes andel av totalresultatet			16	11300	2 517
Majoritetens andel av totalresultatet			456110	912946	143 735
Resultat pr aksje/utvannet resultat pr aksje	3,45	1,64	4,58	9,19	1,44

SalMars balanse: 2007 til 2011. Tall innhentet fra selskapets årsrapporter.

EIENDELER	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>ANLEGGSMIDLER</b>						
Immaterielle eiendeler						
Konsesjoner, patenter og lignende	711 503	845 178	914 116	935 916	1 406 483	1 483 752
Goodwill	56 155	197 965	196 932	205 458	306 999	433 348
<b>Sum immaterielle eiendeler</b>	<b>767 658</b>	<b>1 043 143</b>	<b>1 111 048</b>	<b>1 141 374</b>	<b>1 713 482</b>	<b>1 917 100</b>
<i>Varige driftsmidler</i>						
tomter, bygninger og annen fast eiendom	50 674	58 342	66 864	102 624	179 364	206 409
Maskiner, anlegg og driftsløsøre	224 681	273 569	319 847	403 979	636 720	845 581
skip, transportmidler og lignende	31 254	16 311	29 374	26 684	55 951	74 455
<b>Sum varige driftsmidler</b>	<b>306 609</b>	<b>348 222</b>	<b>416 085</b>	<b>533 286</b>	<b>872 035</b>	<b>1 126 445</b>
<i>Finansielle anleggsmidler</i>						
Investeringer i tilknyttet selskap	261 790	258 203	257 615	268 508	866 809	918 868
Investeringer i aksjer og andeler	762	1 001	975	1 025	1 426	762
pensjonsmidler	301	1 766	1 637	4 904	3 901	2 023
Andre fordringer	9 317	5 316	5 485	12 720	12 276	4 609
<b>Sum finansielle anleggsmidler</b>	<b>272 170</b>	<b>266 286</b>	<b>265 712</b>	<b>287 157</b>	<b>884 412</b>	<b>926 262</b>
<b>Sum anleggsmidler</b>	<b>1 346 436</b>	<b>1 657 651</b>	<b>1 792 844</b>	<b>1 961 817</b>	<b>3 469 929</b>	<b>3 969 807</b>
<i>OMLØPSMIDLER</i>						
Biologiske eiendeler	701 017	905 675	971 454	1 011 518	1 580 934	1 420 788
Andre varer	53 398	63 979	97 768	103 176	128 973	227 935
<b>Sum varer</b>	<b>754 416</b>	<b>969 654</b>	<b>1 069 222</b>	<b>1 114 694</b>	<b>1 709 907</b>	<b>1 648 724</b>
<i>Fordringer</i>						
Kundefordringer	110 156	147 193	148 596	252 155	409 707	505 280
Fordring morselskap	295	165	552	84	0	
Andre fordringer	51 249	37 785	33 604	73 163	136 266	144 993
<b>Sum fordringer</b>	<b>161 700</b>	<b>185 143</b>	<b>182 752</b>	<b>325 401</b>	<b>545 973</b>	<b>650 273</b>
Bankinnskudd, kontanter og lignende	6 950	47 809	23 541	148 424	107 062	47 621
Sum omløpsmidler	923 066	1 202 606	1 275 515	1 588 519	2 362 942	2 346 618
<b>SUM EIENDELER</b>	<b>2 269 502</b>	<b>2 860 257</b>	<b>3 068 359</b>	<b>3 550 336</b>	<b>5 832 871</b>	<b>6 316 425</b>
<b>EGENKAPITAL OG GJELD</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
<b>EGENKAPITAL</b>						
Innskutt egenkapital						
Aksjekapital	25 000	25 750	25 750	25 750	25 750	25 750
Egne aksjer	0	0	-150	-350	-350	-325
Overkursfond	0	112 880	112 880	112 880	112 880	112 880
Annen innskutt egenkapital	0	6 547	15 551	20 454	25 685	38 337
<b>Sum innskutt egenkapital</b>	<b>25 000</b>	<b>145 176</b>	<b>154 030</b>	<b>158 734</b>	<b>163 964</b>	<b>176 642</b>
Opptjent egenkapital						
Fond	859 516	1 141 501	1 160 184	1 540 158	2 187 391	1 915 741
<b>Sum opptjent egenkapital</b>	<b>859 516</b>	<b>1 141 501</b>	<b>1 160 184</b>	<b>1 540 158</b>	<b>2 187 391</b>	<b>1 915 741</b>
Minoritetsinteresser	698	649	898	914	118 011	122 228
<b>Sum egenkapital</b>	<b>885 214</b>	<b>1 287 326</b>	<b>1 315 112</b>	<b>1 699 806</b>	<b>2 469 367</b>	<b>2 214 610</b>
<b>GJELD</b>						
Annen langsiktig gjeld og forpliktelser						
pensjonsforpliktelser	3 364	4 507	5 233	5 784	1 714	1 213
Utsatt skatt	336 102	460 067	481 813	498 508	787 188	738 475

Sum avsetning for forpliktelser (Kvartal)	339 466	464 574	487 046	504 292	788 902	739 688
Gjeld til kredittinstitusjoner	525 498	687 336	758 171	746 071	1 760 567	2 028 537
Leasinggjeld	97 239	77 319	65 764	68 070	108 606	173 460
Sum rentebærende langsiktig gjeld	622 737	764 655	823 935	814 141	1 869 173	2 201 997
<b>Sum annen langsiktig gjeld og forpliktelser</b>	<b>962 203</b>	<b>1 229 229</b>	<b>1 310 981</b>	<b>1 318 433</b>	<b>2 658 075</b>	<b>2 941 685</b>
Kortsiktig gjeld						
Gjeld til kredittinstitusjoner	149 474	88 394	183 999	118 073	51 431	501 754
Leverandørgjeld	148 380	98 713	133 022	204 394	351 042	412 802
Betalbar skatt	79 007	89 867	46 271	146 293	148 088	66 399
Gjeld til morselskap	0	0	0			
skyldige offentlige avgifter	11 364	22 076	19 137	19 710	48 023	52 980
Annen kortsiktig gjeld	33 860	44 652	59 837	43 627	106 845	126 195
Sum annen kortsiktig gjeld (kvartal)	272 611	255 308	258 267	414 024	653 998	658 376
<b>Sum kortsiktig gjeld</b>	<b>422 085</b>	<b>343 702</b>	<b>442 266</b>	<b>532 098</b>	<b>705 430</b>	<b>1 160 130</b>
<b>Sum gjeld</b>	<b>1 384 288</b>	<b>1 572 931</b>	<b>1 753 247</b>	<b>1 850 531</b>	<b>3 363 505</b>	<b>4 101 815</b>
<b>SUM EGENKAPITAL OG GJELD</b>	<b>2 269 502</b>	<b>2 860 257</b>	<b>3 068 359</b>	<b>3 550 336</b>	<b>5 832 871</b>	<b>6 316 425</b>

Vedlegg 3: Månedlige spotpriser. Ikke volumjustert. Pris per kilo laks. (Monthly settlement prices).  
 Representerer priser som benyttes for alle avtaler/kontrakter gjort gjennom Fish Pool ASA. Web side:  
<http://fishpool.eu/iframe.aspx?iframe=fpbackoffice/pricede>

Årstall	2006	2007	2008	2009	2010	2011
NOK/kg	NOK/kg	NOK/kg	NOK/kg	NOK/kg	NOK/kg	NOK/kg
January:	26,37	28,04	25,79	27,99	29,04	39,34
February:	26,42	27,85	24,58	28,09	34,21	40,93
March:	31,24	28,53	26,68	30,02	36,75	40,41
April:	36,11	28,52	24,82	32,36	39,34	42,7
May:	38,45	25,98	26,13	36,53	41,26	39,21
June:	43,25	23,91	26,13	36,7	38,95	32,43
July:	38,74	23,72	28,95	37,91	39,9	28,65
August:	37,07	26,54	28,39	29,03	40,61	26,42
September:	30,18	24,54	27,74	28,97	36,44	24,22
October:	27,32	22,63	25,47	26,2	36,21	20,64
November:	25,88	22,86	25,16	27,8	34,97	23,36
December:	26,77	26,02	26,39	28,81	39,42	25,55
<b>Gjennomsnittlig 12 måneder</b>	<b>32,32</b>	<b>25,76</b>	<b>26,35</b>	<b>30,87</b>	<b>37,26</b>	<b>31,99</b>



## Vedlegg 4: Totalkapitalmetoden

Første prognoseperiode: 2012 - 2020

Årstall:	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
NOPLAT	174 916	189 553	205 288	222 198	240 367	259 884	280 845	303 350	327 510
Avskrivninger	182 806	190 576	198 676	207 121	215 924	225 101	234 669	244 643	255 042
Endring i arbeidskapitalen	17 439	79 666	84 924	90 529	96 504	102 873	109 663	116 901	124 616
Endring i driftsmidler	230 684	240 489	250 711	261 367	272 476	284 057	296 130	308 717	321 838
Endringer i immatrielle eiendeler	81 484	84 947	88 558	92 322	96 246	100 336	104 601	109 047	113 682
<b>FCF</b>	<b>28 116</b>	<b>-24 973</b>	<b>-20 228</b>	<b>-14 899</b>	<b>-8 935</b>	<b>-2 281</b>	<b>5 119</b>	<b>13 329</b>	<b>22 415</b>
Diskontert kontantstrøm	26 635	-22 412	-17 199	-12 000	-6 817	-1 649	3 506	8 647	13 776

Andre prognoseperiode: 2021 -2031

Årstall:	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
NOPLAT	345 582	367 683	391 025	415 674	441 701	469 177	498 180	528 791	561 095	595 182	631 144	646 923
Avskrivninger	265 882	272 945	280 196	287 639	295 280	303 124	311 176	319 443	327 929	336 640	345 583	
Endring i arbeidskapitalen	101 895	107 054	112 473	118 167	124 149	130 434	137 038	143 975	151 264	158 922	166 967	
Endring i driftsmidler	309 404	317 624	326 061	334 723	343 615	352 743	362 113	371 733	381 608	391 745	402 152	
Endringer i immatrielle eiendeler	74 071	76 039	78 059	80 132	82 261	84 446	86 690	88 992	91 356	93 783	96 275	
<b>FCF</b>	<b>126 093</b>	<b>139 912</b>	<b>154 628</b>	<b>170 291</b>	<b>186 956</b>	<b>204 678</b>	<b>223 517</b>	<b>243 534</b>	<b>264 796</b>	<b>287 372</b>	<b>311 334</b>	
Diskontert kontantstrøm	73 416	77 173	80 800	84 299	87 676	90 933	94 075	97 103	100 022	102 834	105 543	

## Selskapets egenkapitalverdi

<b>Verdi av prognoseperioden</b>	-7 513
<b>Sluttverdi</b>	4 358 534
Finansielle eiendeler	926 262
Finansielle forpliktelser	2 704 964
<b>Selskapets egenkapitalverdi</b>	<b>2 572 318</b>

## Vedlegg 5: Economic profit

### Første prognoseperiode:

Årstall	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020
NOPLAT	174 916	189 553	205 288	222 198	240 367	259 884	280 845	303 350	327 510
Investert Kapital	4 059 711	4 379 971	4 594 498	4 820 014	5 057 111	5 306 412	5 568 578	5 844 303	6 134 324
Kapitalkostnad	225 626	243 425	255 348	267 881	281 058	294 913	309 484	324 808	340 926
<b>Economic profit</b>	<b>-50 710</b>	<b>-53 872</b>	<b>-50 060</b>	<b>-45 683</b>	<b>-40 691</b>	<b>-35 029</b>	<b>-28 639</b>	<b>-21 457</b>	<b>-13 416</b>

### Andre prognoseperioden:

Årstall	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
NOPLAT	345 582	367 683	391 025	415 674	441 701	469 177	498 180	528 791	561 095	595 182	631 144	
Investert Kapital	6 439 419	6 658 908	6 886 679	7 123 076	7 368 459	7 623 204	7 887 704	8 162 368	8 447 625	8 743 924	9 051 734	
Kapitalkostnad	357 882	370 081	382 740	395 878	409 515	423 673	438 373	453 638	469 492	485 959	503 067	
<b>Economic profit</b>	<b>-12 301</b>	<b>-2 398</b>	<b>8 285</b>	<b>19 797</b>	<b>32 185</b>	<b>45 504</b>	<b>59 807</b>	<b>75 153</b>	<b>91 603</b>	<b>109 222</b>	<b>128 078</b>	<b>131 280</b>

### Selskapets egenkapitalverdi:

Investert kapital IB	4 059 711
Verdi av prognoseperioden (D)	-60 698
Sluttverdi	1 378 858
Finansielle eiendeler	926 262
Finansielle forpliktelser	2 704 964
<b>Selskapet egenkapitalverdi</b>	<b>3 566 193</b>

