

Bacheloroppgave

ved Handelshøyskolen BI



Verdsettelse av SalMar ASA

BTH 9503 – Økonomistyring og investeringsanalyse

BI Trondheim

7.6.2012

"Denne oppgaven er gjennomført som en del av studiet ved Handelshøyskolen BI. Dette innebærer ikke at Handelshøyskolen BI går god for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet, eller de konklusjoner som er trukket"

Forord

6. juni 2012.

Denne oppgaven i spesialiseringen Økonomistyring og investeringsanalyse ble skrevet våren 2012. Oppgaven er vårt siste avtrykk på BI Trondheim, og vi benyttet det til å anvende tre lærerike år. Vi fikk en tøff start da bedriften vi skulle samarbeide med måtte trekke seg i mars grunnet manglende kapasitet. Dette førte til bytte av tema og bedrift. Vi valgte temaet verdsettelse, og bestemte oss for SalMar ASA som bedrift. Kompleksiteten i laksemarkedet fanget vår interesse for selskapet, og vår interesse for finansmarkedet gjorde verdsettelse attraktivt.

Vi vil takke vår veileder Olav Lilleberg for hans hjelp når vi støtte på problemer, samt Terje Berg for gode innspill. En ekstra takk rettes til Kolbjørn Giskeødegård fra Nordea Markets for en god innføring i bransjen, og behjelpelighet ved spørsmål.

God lesning!

Mats Strømmen Abelsen

Kristian Wiik Johnsen

Eirik Graven Stokke

Innhold

SAMMENDRAG.....	IV
1.0 INNLEDNING.....	1
2.0 BEDRIFT OG MARKEDSBESKRIVELSE	2
2.1 HISTORIE.....	2
2.2 UTVIKLING.....	2
2.3 PRODUKSJONSPROESSEN I OPPDRETT.....	3
2.4 BRANSJE OG MARKEDSINNFORING	4
3.0 STRATEGISK ANALYSE.....	8
3.1 INTERN ANALYSE	8
3.1.1 Verdikonfigurasjon.....	8
3.1.2 Strategiske faktorer	9
3.1.3 Konklusjon.....	10
3.2 EKSTERN ANALYSE	11
3.2.1 Trussel fra nye aktører	11
3.2.2 Trussel fra substitutter.....	13
3.2.3 Kundernes forhandlingsmakt	14
3.2.4 Leverandørenes forhandlingsmakt	14
3.2.5 Konkurransenintensitet i markedet.....	15
4.0 MAKROANALYSE.....	17
4.1 POLITISKE FORHOLD	17
4.2 ØKONOMISKE FORHOLD	18
4.3 TEKNOLOGISKE FORHOLD	21
4.4 MILJØMESSIGE FORHOLD	23
4.5 LEGALE FORHOLD	23
4.6 LAKSEPRISEN	24
4.2.1 Tilbud	25
4.2.2 Etterspørsel	25
4.2.3 Estimering av laksepris	26
5.0 REGNSKAPSANALYSE	28
5.1 HISTORISK UTVIKLING AV VERDISKAPNINGEN	28
5.2 LØNNSOMHETSANALYSE	29
5.3 ANALYSE AV BETALINGSEVNE OG KONKURSRISIKO	30
5.4 VURDERING AV SOLIDITET	31
5.5 OPPSUMMERING	31
6.0 SWOT	33
7.0 METODE.....	34

8.0 VERDSETTELSESTEORI	36
8.1 BALANSEBASERTE METODER	36
8.2 INNTJENINGSBASERTE METODER.....	37
9.0 AVKASTNINGSKRAV	41
9.1 RISIKOFRI RENTE.....	41
9.2 MARKEDETS RISIKOPREMIE.....	41
9.3 BETA.....	42
9.4 AVKASTNINGSKRAV TIL EGENKAPITAL	43
9.5 AVKASTNINGSKRAV TIL TOTALKAPITALEN.....	44
10.0 VERDSETTELSE AV SALMAR ASA	46
10.1 ESTIMERING AV KONTANTSTRØMMER.....	46
10.2 VERDSETTELSE	51
11.0 SENSITIVITETSANALYSE	52
12.0 MULTIPLIKATORANALYSE	54
12.1 P/E.....	54
12.2 EV/EBITDA OG EV/SALES	54
12.3 OPPSUMMERING	55
13.0 KONKLUSJON	56
14.0 SVAKHETER VED OPPGAVEN	57
15.0 REFERANSELISTE	59
VEDLEGG	66

Sammendrag

Denne oppgaven er en verdsettelse av det børsnoterte selskapet SalMar ASA. Verdsettelsen er gjort fra et eksternt ståsted uten intern innsikt i bedriften. Utgangspunktet for valg av oppgave er interessen for fagfeltet finans, og nysgjerrighet for kompleksiteten i laksemarkedet. Vi utledet følgende problemstilling: *Hva er verdien av en aksje i SalMar ASA per 31.12.2011?*

Opgaven starter med å analysere bedriften og markedet. Dette gjøres igjennom en strategisk analyse, makroanalyse og regnskapsanalyse. Analysene konkluderes i en SWOT-matrise. SalMars verdiskapning styres i høy grad av lakseprisen som gjør salgsinntektene uforutsigbare. På den andre siden har SalMar en intern styrke igjennom sin innovative produksjon og videreforedling som gjør det markedsledende på kostnadseffektivitet.

I et utvalg av verdsettelsesteorier velges FCFF-metoden grunnet ønsket om å anslå fremtidig verdiskapning. Det benyttes historiske regnskapstall og estimater på vekst for anslag. FCFF kvalitetssikres senere med multiplikatoranalyser. Avkastningskravet til totalkapitalen er beregnet til 5,16 %. Lav rente på statsobligasjoner og lav systematisk risiko er hovedfaktorene til et relativt lavt avkastningskrav.

Verdsettelsesmodellene anslår forskjellige verdier. Multiplikatoranalysen angir et estimat fra NOK 20,61,- til NOK 45,61,- per aksje. Ved bruk av FCFF-metoden estimeres en aksjekurs på NOK 53,48,-. Multiplikatoranalysene vektlegges lite, og vi fastsetter prisen per aksje til NOK 53,48,-. Vi anbefaler kjøp av aksjer i SalMar ASA.

1.0 Innledning

Tema og problemstilling

Vi har valgt verdsettelse som tema og SalMar ASA som selskap for vår bacheloroppgave. Laksemarkedet er preget usikkerhet, og dette gjør verdiskapningen noe uforutsigbar. Vår interesse for kompleksiteten i laksemarkedet ble avgjørende for valg av retning. SalMar er et selskap vi mener har gjort det godt i et utfordrende marked, og at det derfor vil være interessant å finne ut om SalMar er priset fornuftig i markedet.

Vi velger å se på verdiene per aksje under denne verdsettelsen, og har utledet følgende problemstilling:

Hva er verdien av en aksje i SalMar ASA per 31.12.2011?

Særskilte forutsetninger og avgrensninger

SalMar er et konsern med flere underavdelinger og virksomhetsområder. Optimalt sett burde disse verdsettes hver for seg. Vi anser arbeidsmengden ved dette som for stor, og begrenser oss til å verdsette SalMar som én enhet. Vi anser ikke dette som et stort problem da konsernet regnskapsfører så og si alt av inntekter og kostnader fra sine underavdelinger.

Vi har valgt 31.12.2011 som verdsettelsesdato. Dette medfører at alle økonomiske verdier vi uthenter er notert før denne datoen. Økonomiske verdier etter 2011 er estimater som enten er utregnet selv eller innhentet fra eksterne kilder.

Vi må forutsette at alle SalMars transaksjoner skjer i NOK. Vi vet at dette ikke er realiteten, men års- og kvartalsrapporter gir lite informasjon om hvilke transaksjoner som berøres av valutahandel. Det kommer likevel frem at dette ikke omfatter en stor del av driften, og vi mener derfor at denne forutsetningen ikke begrenser oppgaven stort.

2.0 Bedrift og markedsbeskrivelse

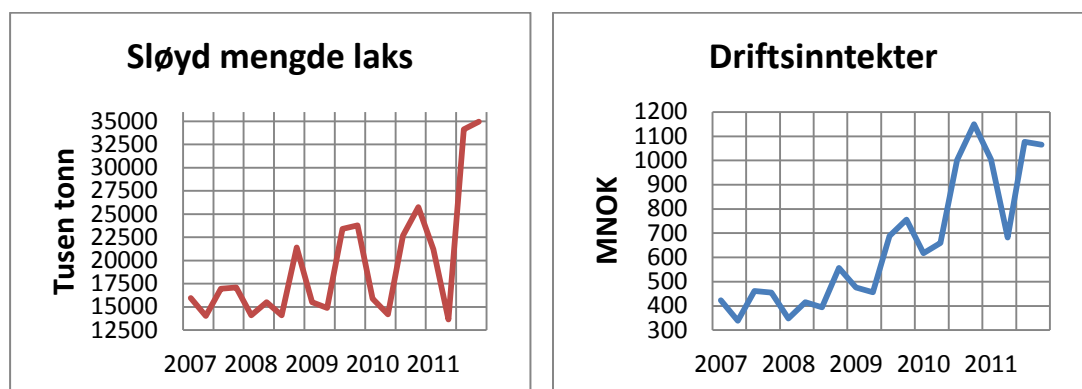
SalMar ASA er et allmennaksjeselskap innen oppdrett og videreforedling av laks. I dag er det en av verdens største og mest kostnadseffektive aktører innen lakseoppdrett. Hovedsetet er lokalisert på Frøya i Sør-Trøndelag.

2.1 Historie

Selskapet ble startet i 1991 av Gustav Witzøe etter at han kjøpte et konkursbo bestående av én konsesjon for oppdrett av laks, samt et slaktings- og bearbeidingsanlegg på Frøya. Hovedvirksomheten på denne tiden var bearbeiding av fryst laks. Etter hvert ble flere selskap med konsesjoner for oppdrett kjøpt. SalMar kjøpte seg også inn i selskap som drev med settefiskproduksjon. En stor strategisk beslutning om etablering utenlands ble tatt i 2001, da selskapet i samarbeid med Lerøy Seafood Group gjennomførte et oppkjøp av Storbritannias nest største lakseprodusent, Scottish Sea Farms Ltd. SalMar så etterhvert behov for videre spesialisering av virksomheten, og i 2005 ble det bestemt at fokus skulle ligge på kjernevirksomheten. SalMar skulle bedrive oppdrett, slaktning og foredling av laks. Produksjon av sild, sildolje og mel ble solgt til andre aktører. Kverva AS (eid av Gustav Witzøe) var fra 1997 til 2006 eneste aksjonær i SalMar ASA. Videre vekst for selskapet gjorde det nødvendig å få inn ny kapital, og selskapet ble børsnotert 8. mai 2007. Ulike eiere har vært inne, men grunnlegger Gustav Witzøe har igjennom sine selskap alltid hatt aksjemajoriteten.

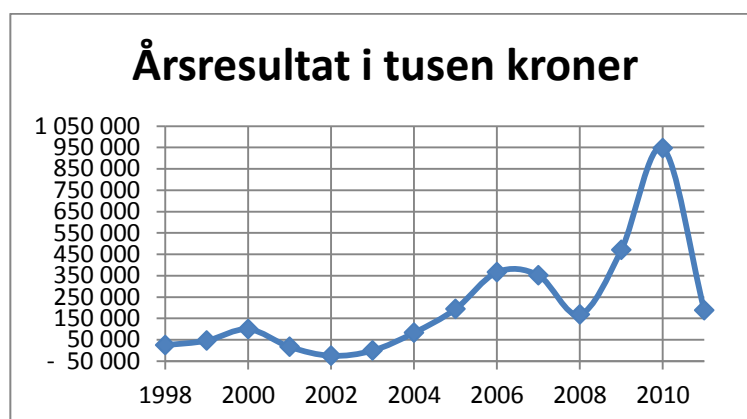
2.2 Utvikling

SalMars verdiskapning er noe utsatt for eksterne hendelser. Det beskrives senere i oppgaven at salgsinntektene avhenger av lakseprisen og sløyd mengde laks. Det er mest gunstig å slakte laks på høsten, og variasjonene på lakseprisen kan få store konsekvenser for salgsinntektene. Driftskostnadene kan være utsatt for hendelser som sykdomsutbrudd, rømming og teknologisk utvikling. Som vist i figur 1, har det historisk vært kvartalsvise fluktuasjoner som understreker sesongvariasjonene.



Figur 1: Historiske data på sløyd mengde og driftsinntekter (SalMar 2012)

SalMar har opplevd god vekst siden børsnoteringen. Bedriften har anskaffet flere konsesjoner årlig, og er nå i besittelse av 71 konsesjoner fordelt mellom SalMar Midt-Norge, Segment Rauma og SalMar Nord-Norge. SalMar har de siste årene opplevd stor økning i inntektene på grunn av høyt salg og gode spotpriser på laks. Dette har ført til gode resultater, bortsett fra et tilbakeslag i 2011.



Figur 2: Historiske årsresultat (SalMar 2012)

I dag har Salmar rundt 640 ansatte og omsatte i 2011 for omtrent 3,43 milliarder NOK, noe som gjør det til landets tredje største lakseoppdretter. Selskapet eier 81 lisenser for marin produksjon av atlantisk laks i Norge samt 50 % av Scottish Sea Farms LTD, og 23,29 % av det færøyske børsnoterte oppdrettsselskapet P/F Bakkafrost. Hovedanlegget og administrasjonen er fortsatt på Frøya, der InnovaMar, verdens mest kostnadseffektive lakseanlegg nylig ble bygd. InnovaMar har en kapasitet på 60000 tonn laks per år.

2.3 Produksjonsprosessen i oppdrett

Oppdrettsprosessen starter med stamfisk i ferskvannsanlegg. Dette er foreldrefisken hvor det senere hentes rogn og melk fra. Blandingen gir befruktet

rogn, og med temperaturer rundt åtte grader tar det to måneder til klekkingen foregår. I denne fasen vil fiskens utvikling og vekst utelukkende bestemmes av vanntemperatur.

Yngelen blir deretter klar for fôring. Det foregår med svak belysning hele døgnet, og varer i om lag seks uker. Deretter vaksineres fisken og transporteres til matfiskanleggene for smoltifisering. Dette er prosessen hvor yngelen går fra ferskvanns- til saltvannstilværelse. Yngelen vil nå settes ut i oppdrettsanlegget.

Smolten vokser til å bli å bli matfisk i merder, store notposer i sjøen som holdes på plass av flyteenheter. Hvor fort matfisken vokser, påvirkes av mengde fôr, lys og temperaturen i sjøen. Første del av partiet slaktes etter ett år. Deretter bearbeides laksen til ulike produkter. Produktene kan være hel sløyd laks eller fileterte produkter som selges fersk eller frosset.

2.4 Bransje og markedsinnføring

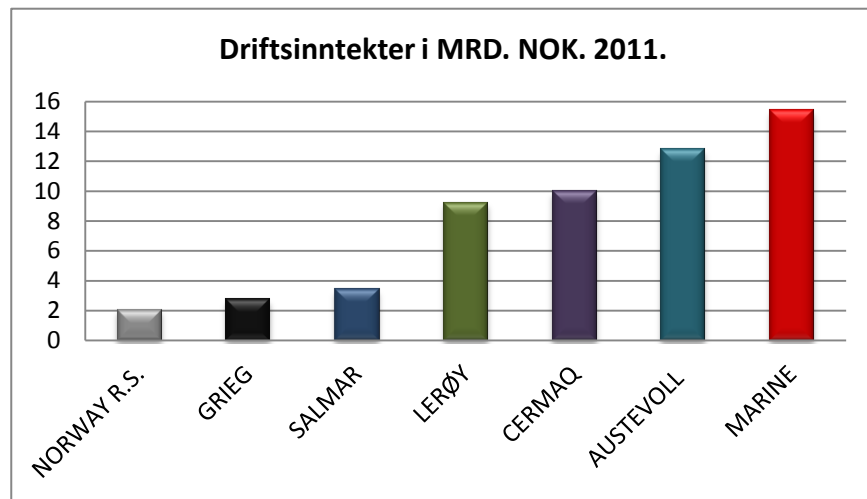
For å estimere riktig verdi av selskapet er det viktig å forstå nåværende situasjon i markedet, og hvilke faktorer som vil påvirke næringen i fremtiden.

Bransje

SalMar har kontroll over hele verdikjeden fra smolt til distribusjon. Vi definerer bransjen som oppdrett og videreforedling av laks, også kjent som akvakultur. Dette er en bransje i stor teknologisk utvikling der effektiviteten er økende og kostnadene minkende. Det er rundt 175 produsenter av laksefisk i Norge. Omtrent 50 % av oppdrettsnæringen kan betegnes som små eller mellomstore bedrifter.

Nasjonalt

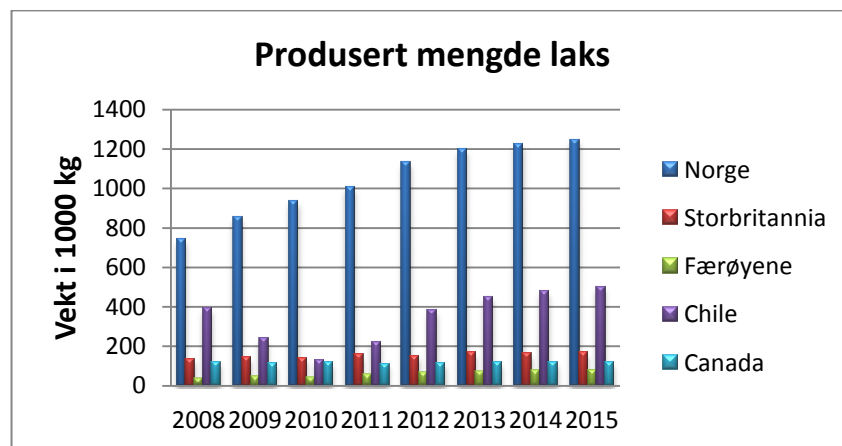
I Norge er det flere store aktører i Norge ved siden av SalMar. Marine Harvest AS, Cermaq ASA, Norway Royal Salmon ASA, Grieg Seafood Group AS og Lerøy Seafood Group ASA er alle store tilbydere av oppdrettslaks. Figur 3 illustrerer utvalgte selskapers omsetning. Alle disse bedriftene konkurrerer i utgangspunktet om samme marked, og kjemper om konsesjoner langs Norges kystlinje.



Figur 3: Sammenligning av driftsinntekter mellom konkurrerende bedrifter (Norway Royal Salmon, Grieg, SalMar, Lerøy, Cermaq, Austevoll, Marine Harvest 2012)

Internasjonalt

Av andre nasjoner som driver oppdrett, er det Chile, Storbritannia, Canada og Færøyene som er verdt å nevne. Figur 4 viser konkurranseforholdet historisk, og hvordan den er estimert fremover.



Figur 4: Produsert mengde laks fordelt på land. Tall fra 2012-2015 er estimater (Nordea 2012 og Norges Sjømatråd 2010-2012)

Av disse er det først og fremst Chiles oppdrettsselskap som kan sammenlignes med de norske. Chile opplevde i 2008 et kraftig utbrudd av Infeksiøs lakseanemi. Dette er en virussykdom som sprer seg raskt, og den er spesielt farlig ettersom den også rammer økosystemene utenfor oppdrettsanleggene (Veterinærinstituttet 2011). Som en følge av sykdommen måtte Chile gjennomføre massive nedslaktinger av laksestammen. På 18 måneder var landets produksjon halvert, og den ledige etterspørselen ble møtt av økt tilbud fra norske produsenter. Problemene vedvarte for den chilenske næringen i flere år, og først i 2013 antas

det at landet vil komme tilbake til normal produksjon (E24 2011). Det reduserte tilbudet fra Chile førte til økt etterspørsel etter norsk laks i markedet. Velutviklet infrastruktur i Norge gjorde det mulig å øke produksjonen på kort sikt for å kunne utnytte etterspørselsgapet. Dermed sto de norske oppdrettsselskapene igjen som den store vinneren.

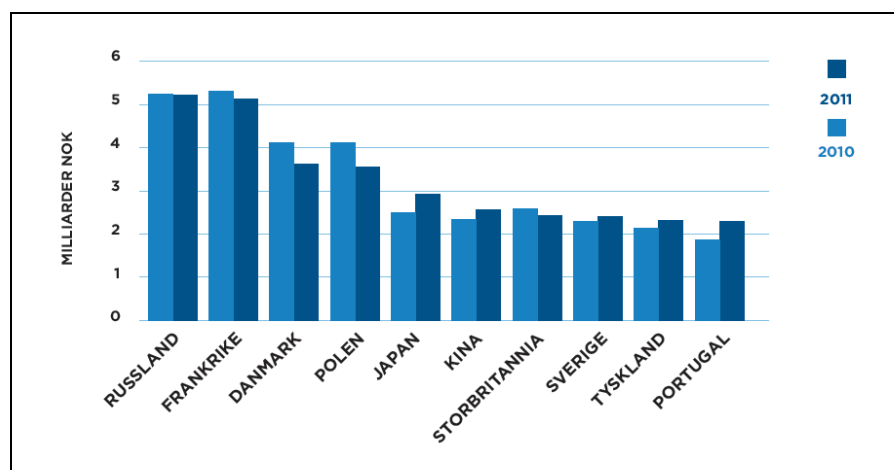
Chiles konkurransefortrinn ovenfor Norge er lavere arbeidskraftkostnader, noe som er et incentiv for mer bearbeiding av produktene (Asche og Tveterås, 37). Det store problemet for chilenske produsenter er distansen til markedene i Europa og Asia. På grunn av store avstander må de selge mye fryst fisk fremfor fersk, og det er en stor ulempe i konkurranse med nordeuropeiske oppdrettsselskaper.

Konkurransen mellom Norge og Chile er preget av motsyklisk produksjon på grunn av lokalisering. Chile høster det meste av laksen på våren, og Norge slakter hovedsakelig om høsten. Dette gir et stabilt tilbud av laks til markedet. Det er lite sannsynlig at et sykdomsutbrudd lik det Chile opplevde vil inntreffe igjen, da de har innført strenge regler og rutiner for oppdrettsnæringen (SalMar 2012). Dette vil medføre en lavere vekst for norske selskap i tiden som kommer.

Marked

Det internasjonale markedet

Siden starten på 90-tallet har fiskeri- og havbruksnæringen vært preget av økonomisk vekst og kraftig økning i eksport. 90 % av norsk sjømat selges til utlandet, og dette gjør eksport til en svært viktig faktor for økonomiutviklingen. Norge er verdensledende på oppdrettslaks, og sto i 2010 for 65 % av verdens totale produksjon av atlantisk laks (Regjeringen 2012). Figur 5 er hentet fra Norges Sjømatråd, og viser Norges viktigste eksportmarkeder.



Figur 5: Norsk eksport av sjømat (Norges Sjømatråd 2011).

Norge har en markedsandel på 60 % i Europa. Eksportørene har igjennom EØS-avtalen operert med gunstige tolltariffer og få handelsbarrierer (utledes videre i 4.1.1). Kort avstand mellom produsent og kunde er et avgjørende aspekt for effektiv eksport. Dette vil redusere transportkostnader og medføre at fisken leveres raskere etter slakting. Chile kan i liten grad konkurrere på pris i Norges marked på grunn av høye transportkostnader. Markedet i figur 5 vil antakeligvis domineres av europeiske aktører også i perioden fremover.

Russland er som vist et av de største og viktigste markedene for lakseeksport. Nylig boikottet Russland 13 norske eksportører av laks på grunn av uregelmessige funn (Hegnar 2012). Det blir avgjørende for norske leverandører å rette opp inntrykket, da en langvarig prosess kan få store konsekvenser for næringen. Asia er et marked med stort potensiale, og spesielt Kina er et land det forventes økende etterspørsel fra. De har lenge hatt høy økonomisk vekst og spås av mange til å bli verdens største økonomi i nær fremtid. Norges lakseeksport til Kina sank kraftig etter utdelingen av Nobels fredspris til menneskerettighetsaktivisten Liu Xiaobo i november 2010. Kina tolket dette som en mistillitserklæring fra Norge, og de reduserte importen av norsk laks kraftig i perioden som fulgte (Statistisk Sentralbyrå 2011). Eksporten har økt siden januar 2011. Det er fremdeles grunn til å tro at Norge vil ha en stabil eksport til Kina, men det antas at Chile vil være markedsledende.

Amerika er et marked dominert av Chile, og til dels Canada. For norske produsenter vil kostnadene ved levering gjøre at de ikke er konkurransedyktig i forhold til Chilenske produsenter.

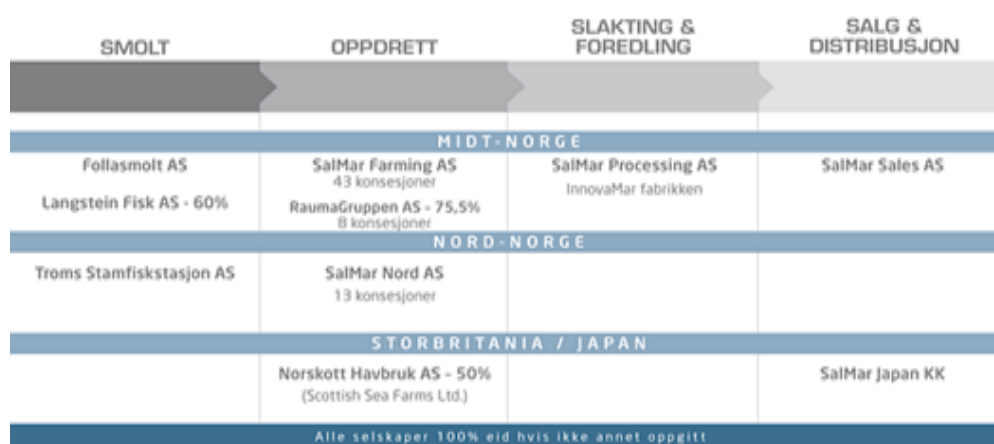
3.0 Strategisk analyse

3.1 Intern analyse

En intern analyse gjennomføres for å identifisere hvilke styrker og svakheter SalMar besitter. Her identifiseres faktorer som kan medføre varige konkurransefortrinn i markedet. Samtidig vil vi kartlegge svakhetene for å forstå utfordringer som kan oppstå i fremtiden. Ved å definere styrkene og svakhetene vil vi analysere hvordan SalMar kan skape merverdi for kundene (Løwendahl og Wenstøp 2011, 210).

3.1.1 Verdikonfigurasjon

Første fase av den interne analysen er å se på hvilke aktiviteter som skaper verdier og kostnader for bedriften. Verdikonfigurasjon beskriver sammenhengen mellom bedriftens aktiviteter, og hva som er verdi- og kostnadsdrivere. SalMars konfigurasjon kan kategoriseres som verdikjede. Den kjennetegnes ved at råvarer (input) transformeres til produkt (output), gjerne gjennom sekvensiell produksjon. Vi mener dette gjenspeiler SalMar da det har en forholdsvis standardisert prosess for sin lakseproduksjon. Figur 6 viser hvordan virksomhetsområdene er sammensatt i dag. I verdikjeden er viktige faktorer for å lykkes kompetanseledelse, teknologiutvikling og produksjonseffektivisering.



Figur 6: SalMars ABC og lokasjoner (SalMar 2012)

I SalMars tilfelle vil råvaren være rogn. Fôring av laksen som lever i rett temperatur slik at fisken utvikler seg til å bli stor matfisk, og senere slakting og viderefôring er produksjonen (som nevnt i 2.1). Lakseprodukter selges til markedet i form av hel laks, fileter og andre varianter. Vi ser av verdikjeden at

SalMars fokus hovedsakelig omhandler kostnader. For å få lavere kostnader er det viktig å vite hvordan marginene kan økes. I tillegg er det viktig å se på innovasjon som en mulighet til å øke SalMars konkurransekraft. På grunn av den store konkurransen i markedet er kvalitet en viktig faktor.

SalMars uttalte visjon er at bedriften skal være den mest kostnadseffektive produsenten av laks og lakseprodukter, samtidig som den opprettholder høye standarder i henhold til biologi, etikk og kvalitet. Denne visjonen støtter opp under vårt valg av strategiske faktorer.

3.1.2 Strategiske faktorer

Kostnadsstruktur

En av de største styrkene til SalMar er fokuset på kostnadseffektivisering. Bedriften er i dag en av verdens mest effektive lakseprodusenter, og har uttalt at den har som mål å ha høyest effektivitet i lakseoppdrett og videreforedling. Effektivitet gir lavere kostnader økt konkurransedyktighet.

Tabell 1 viser at fiskefôr er den største kostnaden ved lakseoppdrett og videreforedling med over 50 % av produksjonskostnaden. Prisen på fiskefôret vil derfor være relativt avgjørende for driftsresultatet til SalMar. Vi ser ikke noen mulighet til å redusere denne på kort sikt. Dette på grunn av fôrproduzentenes forholdsvis store makt i markedet. Videre drøfting av fôrkostnaden kommer under 3.2.4.

Smoltkostnad per kilo	2,29
Fôrkostnad per kilo	11,05
Forsikringskostnad per kilo	0,13
Lønnskostnad per kilo	1,83
Avskrivninger per kilo	1,32
Annen driftskostnad per kilo	3,39
Netto finanskostnad per kilo	0,36
Produksjonskostnad per kilo	20,37
Slaktekostnad inkl. frakt per kilo	2,90
Sum kostnad per kilo	23,27

Tabell 1: Produksjonskostnad i kroner per kilo (Fiskeridirektoratet 2011)

Innovasjon

For å være ledende på kostnadseffektivitet, fokuserer SalMar på å være blant de beste på innovasjon. Dette gjenspeiler seg i det nye produksjonsanlegget på Frøya, InnoMar. Anlegget benytter ny teknologi og har forbedret brukersnittet. SalMar kan derfor oppnå høyere produktkvalitet, lavere kostnader og større produksjonskvantum. Foreløpig utnyttes ikke anlegget maksimalt, og det er per dags dato en svakhet (SalMar 2012).

SalMar har et samarbeid med TelCage og bruk av SeaCage Gateway (Telcage 2011). Dette er et heldigitalt automasjonssystem som overvåker merdene, mater fisken, og rapporterer til en database. I databasen lagres informasjonen fra merdene, og danner grunnlag for analysering og utvikling av oppdrettsprosessen. Bruk av SeaCage Gateway reduserer behovet for manuell fôring av fisk og kontrollering av merdene. Systemet er robust, og selv under sterk storm vil prosessen gå som normalt. Dette vil være med å effektivisere produksjonen og på samme tid redusere lønnskostnadene.

Kvalitet

Kvaliteten på sluttproduktet er noe SalMar jobber kontinuerlig med å forbedre. Tiden fra laksen høstes til den er serveringsklar bør være minst mulig for å oppnå optimal kvalitet. For å kunne produsere stor og god laks, fokuserer SalMar på å gi laksen gode levevilkår. Selskapet iverksetter jevnlig tiltak knyttet til bedre driftsrutiner, fôring, fôringsregimer og organisering (SalMar 2012).

Andre faktorer

SalMar selger sjeldent produktene direkte til sluttkunden og benytter i stedet distributører. Dette gjør at de kan ha tett kontakt med distributørene, og dermed ha større kontroll over verdikjeden.

3.1.3 Konklusjon

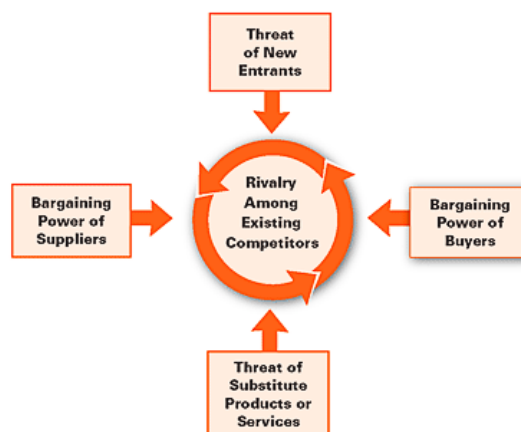
Internanalysen viser at SalMar har viktige strategiske ressurser. Den er ledende på kostnadseffektivitet og jobber stadig mot å bli bedre. Den er innovativ og forsøker alltid å forhøye kvaliteten på laksen sin. Vi har ikke oppdaget noen negative sider angående de faktorene vi har nevnt. Vi mener at SalMar per dags dato er i en strategisk sett bedre posisjon enn mange av de mindre aktørene. På tross av dette

har vi ikke grunnlag for å si at de skiller seg nevneverdig ut fra andre store aktører. SalMar er bransjeledende på enkelte områder, men i konkluderer likevel med at SalMar ikke besitter noen varige konkurransefortrinn.

3.2 Ekstern analyse

Den eksterne analysen tar for seg faktorer som vil påvirke bedriftens fremtidige inntjening. Vi legger mest vekt på den norske næringen. Vi benytter Porters modell for de fem bransjekreftene for å analysere hvor sterke disse faktorene er. Konkurransenintensitet, leverandører, kunder, substitutter og trusselen for nye aktører er kreftene som fremstilles. Porter sier at disse fem bransjekreftene må analyseres for å kunne finne bransjens lønnsomhetspotensiale (Løwendahl og Wenstøp 2011).

The Five Forces That Shape Industry Competition



Figur 7: Porters fem bransjekrefter (Harvard business review 2008)

Det fokuseres her på de største aktørene i oppdrettsbransjen for å kartlegge konkurranseintensiteten.

3.2.1 Trussel fra nye aktører

Ved å vurdere trusselnivået fra nye aktører kan en finne ut hvor enkelt det er å etablere seg i bransjen. Faktorer som indikerer lav fare for nyetableringer er høy grad av skalaøkonomi samt kompleks og dyr etableringsprosess (Løwendahl og Wenstøp 2011, 206). Nye etableringer i bransjen vil føre til økt tilbud av oppdrettslaks. Dette kan endre konkurranseintensiteten i næringen da tilbudet kan påvirke prisen på både kort og lang sikt. Akvakulturnæringen i Norge er regulert av lovgivninger som aktørene er nødt til å forholde seg til (Fiskeri- og

kystdepartementet 2004). En av disse er retningslinjer for hvordan konsesjonene deles ut til aktørene. En konsesjon er definert som en tillatelse til å drive produksjon av en art i et gitt omfang på en eller flere lokaliteter. Faren for nye inntrengere i næringen vil dermed i stor grad være basert på fiskeridepartementets utsteding av nye konsesjoner.

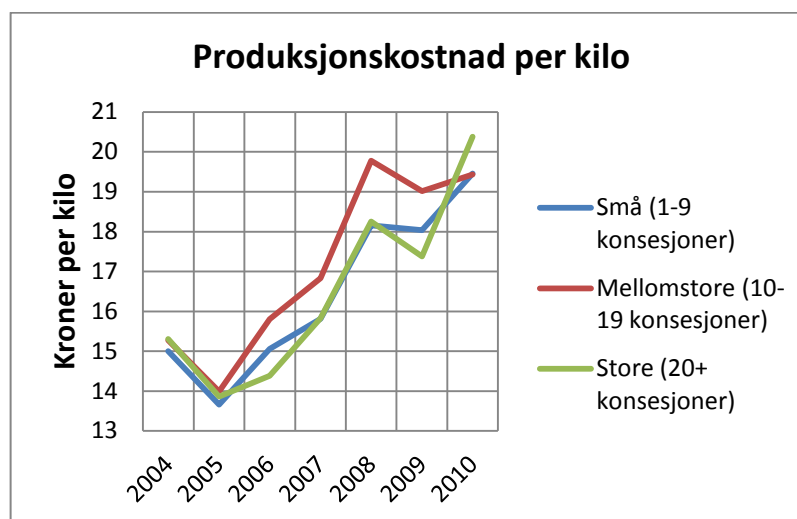
Til tross for en jevn utvikling viser figur 8 at det kun er utstedt ca. 200 nye konsesjoner siden 1997. I forbindelse med konsesjonsutdeling er det viktig at dette skjer innen rammene av bærekraftig utvikling. Bærekraftig utvikling betyr at de miljømessige avtrykkene næringen gjør, må være innenfor det regjeringen anser som akseptabelt (Regjeringen 2012). Dette medfører at nye aktører må dokumentere forhold knyttet til blant annet lusenivået og tiltak for å bekjempe lakselusen. Strenge krav til aktørene tilsier at inngangsbarrierene vil være høye på grunn av en ressurskrevende prosess i forkant av etableringen.



Figur 8: Utvikling i konsesjoner (Statistisk sentralbyrå 2011)

En annen inngangsbarriere er oppstartskostnadene knyttet til anlegg og produksjonsutstyr. Det vil kreve vesentlige investeringer for å bygge opp et lønnsomt oppdrettsanlegg, samtidig som man må binde mye kapital i varelageret (lakseyngelen).

Det er viktig å lokalisere eventuelle skalafordeler som inngangsbarrierer i bransjen. Figur 9 viser at det ikke er direkte skalafordeler mellom størrelse på bedrift og produksjonskostnader per kilo. Produksjonskostnadene er definert som alle kostnadene knyttet til lakseproduksjonen eksklusiv fraktkostnader fra produsent til distributør. Historisk sett har fôrkostnadene utgjort over halvparten av produksjonskostnaden.



Figur 9: Produksjonskostnad per kilo (Fiskeridirektoratet 2011)

Vi konkluderer med at trusselen fra nye aktører er lav, og begrunner det med store investeringer som trengs dersom man skal inn på markedet. Fiskeridirektoratet gir ut få nye konsesjoner, og da i all hovedsak til eksisterende bedrifter. Det finnes ikke særlige skalafordeler med hensyn på produksjonskostnader.

Konsesjonspolitikken vil være den viktigste faktoren, og eventuelle nye aktører vil slite med å komme seg opp på et høyt nok produksjonsnivå til å kunne utgjøre en stor trussel.

3.2.2 Trussel fra substitutter

Substitutter er varer i markedet som kan tilfredsstillende kundens behov på lik linje med norsk laks. Laksen konkurrerer i utgangspunktet mot hele ferskvaremarkedet, men vi definerer de nærmeste substituttene som rød fisk og annet hvitt kjøtt.

Virkemidler for å redusere trusselen fra substitutter er høye byttekostnader og produktdifferensiering (Løwendahl og Wenstøp 2011, 210).

Dersom vi ser bort fra Tines produkt Salma, er det liten grad av differensiering mellom produktene. Strengt produksjonskrav fra myndighetene vil uansett sikre at norske produsenter leverer laks som holder høy kvalitet.

Omsetningen i laksemarkedet har økt markant i senere år, og en viktig faktor har vært økende fokus på å spise sunt. Den allmenne oppfatningen av laks som et sunt produkt gjør trusselen fra substituttene lavere. Prisforholdet mellom laks og nevnte substitutter anses som den største trusselen. Likevel vil ikke dette utgjøre

noen stor trussel ettersom spotprisens endringer på kort sikt ikke får store utslag i utsalgsprisene til kunden. Vi konkluderer med at trusselen fra substitutter er moderat, så lenge sluttprisen på laks ikke øker nevneverdig over tid.

3.2.3 Kundernes forhandlingsmakt

Kundernes forhandlingsmakt er graden av makt kunden har ovenfor bedriftene. Byttekostnader på markedet, antall kunder i forhold til bedrifter og potensiell vertikal integrasjon er viktige faktorer i denne analysen (Løwendahl og Wenstøp 2011, 213).

De fleste oppdrettsbedriftene i Norge selger laksen videre til egne distributører. Den eneste av de største produsentene som selger fisk under eget merkenavn er Lerøy Seafood. Salget fra oppdretterne foregår delvis igjennom langsiktige kontrakter, noe som sikrer stabile leveranser i distribusjonskanalene (Tveterås og Asche 2011, 24). Dette gjør fremtiden mer forutsigbar for alle aktørene, spesielt siden avtalene inngås kort tid etter laksen settes ut i merdene. Oppdretternes problem i denne sammenheng er at det ofte gis kvantumsrabatter på grunn av store salgsvolum. Dette vil gi distributørene økt forhandlingsmakt.

På den andre siden vil det i perioder være oppdrettsselskapene som sitter på høyere markedsrett. Dette vil skje dersom det har oppstått et lavt tilbud av laks i markedet. Dette vil presse prisene oppover og medføre at produsentene kan ta ut større profitt. Vi konkluderer derfor med at kundernes forhandlingsmakt i markedet er moderat og avhengig av samlet tilbud av laks i markedet.

3.2.4 Leverandørenes forhandlingsmakt

Leverandørenes forhandlingsmakt er graden av makt leverandørene har ovenfor oppdrettsselskapene (Løwendahl og Wenstøp 2011, 216). Leverandørenes forhandlingsmakt bestemmes av antall leverandører i forhold til konkurrenter, produsentenes byttekostnader, fare for vertikal integrering og hvor viktig leverandørenes produkter er for produsentene. De to viktigste innsatsfaktorene for produksjon av oppdrettslaks er smolt (oppdrettsklar fisk) og fiskefôr. Mange oppdrettsselskap produserer i dag en del smolt selv, men det kjøpes fortsatt mye i eksterne markeder.

I Norge er det tre store produsenter av fiskefôr. Blant disse den verdensledende leverandøren Skretting AS. Det eksporteres og importeres generelt lite fiskefôr på grunn av høye transportkostnader og smitterisiko. Eventuell smitte på oppdrettslaks vil kunne medføre høye kostnader for oppdretterne i form av tapt produksjon og eventuell brakklegging (tømme anlegget). Etersom fiskefôr er en helt nødvendig innsatsfaktor for å bedrive oppdrett, er det rimelig å si at leverandørene har stor forhandlingsmakt i verdikjeden.

Det er stor grad av homogenitet mellom de ulike typene fiskefôr. Det reduserer byttekostnadene for oppdrettsselskapene ettersom det ikke kreves vesentlige omstillinger dersom man velger å bytte leverandør. Dette gir de store aktørene en fordel i kontraktsutformingen, og de kan ofte få gode betingelser da leverandørene ønsker å beholde dem som kunder.

Det finnes ingen alternative bruksområder for laksefôret, og produsentene er avhengige av å få solgt varene sine. Etersom de kun kan selge varene til oppdrettsselskapene, konkluderer vi med at leverandørene har moderat forhandlingsmakt.

3.2.5 Konkurransenintensitet i markedet

Markedets konkurransenintensitet gir et bilde på hvordan næringen kommer til å utvikle seg. Høy konkurransenintensitet kan forekomme ved lav markedsvekst, lite differensiering av produkter, høye avviklingsbarrierer og mange store aktører (Løwendahl og Wenstøp 2011, 202).

Konsumet av matfisk har i senere tid økt både i Norge og på verdensbasis. Historisk sett har fisket fisk utgjort en større del av totalt konsum enn oppdrettslaks, men i løpet av de siste årene har oppdrettsnæringen passert fangstnæringen (Statistisk Sentralbyrå 2011). Chile-krisen har gitt lavere laksetilbud, og norsk oppdrett har derfor opplevd høy etterspørsel og pris på samme tid. Dette har ført til markedsvekst for de norske produsentene, noe som reduserte konkurransenintensiteten betraktelig.

Den store veksten i oppdrettsnæringen på 2000-tallet kom i takt med økt konsolidering i bransjen. Store aktører har kjøpt opp konsesjoner og hele selskap,

noe som har ført til et større skille mellom store og små oppdrettsselskap. Dette kan medføre lavere marginer med mange store konkurrenter som i stor grad leverer homogene produkter. På den andre siden har etterspørselsveksten etter norsk laks vært svært høy under Chile-krisen, og aktørene har derfor ikke blitt påvirket av dette.

I det siste har det blitt satt mer fokus på å differensiere produktene sine. Eksempler er høyere kvalitet (Salmalaks) og en ny fileteringsmetode (pre-rigor filetering). Pre-rigor filetering innebærer at laksen bearbeides på et tidligere tidspunkt, noe som gir bedre kvalitet og reduserer tiden fra produsent til sluttkunde. Foreløpig er det ikke konkludert med økt lønnsomhet som følge av produkt differensieringen som har foregått (Forskning 2010). Likevel er det grunn til å tro at dette er et fokusområde, ettersom Chile kommer tilbake i god markedsposisjon. Jevnlige oppkjøp av både oppdrettsselskap og konsesjoner foregår, og det er dermed ingen grunn til å tro at det foreligger særlige avviklingshindringer.

Vi konkluderer med at konkurranseintensiteten i markedet har vært lav de siste årene. Under Chile-krisen økte etterspørselen etter Norsk laks kraftig, og Norge var den eneste som kunne levere store mengder ekstra i markedet. Vi tror konkurranseintensiteten vil øke i årene fremover som følge av økt konkurranse fra chilenske produsenter.

4.0 Makroanalyse

For å analysere makroperspektivene til SalMar, tar vi utgangspunkt i en PESTEL-analyse. Vi vil her begrense oss til de forholdene som påvirker markedsverdien til SalMar, og utelukke det vi ikke finner relevant. I PESTEL inngår politiske, økonomiske, sosiokulturelle, miljømessige og legale forhold (Løwendahl og Wenstøp 2011). Vi ser her bort fra sosiokulturelle forhold i sin helhet. I tillegg tar vi for oss lakseprisen som kanskje er det viktigste makroforholdet.

4.1 Politiske forhold

I dag er oppdrettsnæringen en viktig kilde for vekst i den norske økonomien, og regjeringen ønsker å legge til rette for økt utvikling. Oppdrettsnæringen sysselsatte 5 333 personer i 2011, og utgjør en stor andel til nasjonens BNP (Statistisk sentralbyrå 2009). Likevel kan det politiske være en flaskehals for SalMar. Regjeringen setter fokus på bærekraftig utvikling miljømessig og økonomisk, og dette kan vise seg å være et paradoks. Oppdrettsnæringen begrenses spesielt av konsesjoner på grunn av miljøskadene oppdrett kan medføre. Dette hemmer næringens ekspansjonsmuligheter.

SalMar må forholde seg til avgifter og skatter som er spesielle for oppdrettsnæringen (Kontali Analyse 2012, 34). Retningslinjene angår selve oppdrettsprosessen, og er fastsatt av Fiskedirektoratet. De fleste kostnadene er knyttet opp mot bruk av naturressurser. Disse avgiftene kan være barrierer for utvidelse av eksisterende bedrifter, samt for inntoget av inntrengere på markedet.

I Norge er det fastsatte avgifter for eksport av laks. Avgiftene som er relevante for SalMar, er angitt av forskrift om samordnet innkreving av avgift på fiskeeksport (Lovdata 2012). Loven angir en avgift for registrering som eksportør på NOK 15 000,-, en årlig avgift på NOK 15 000,-, samt en eksportavgift på 1,05 % av fiskens FOB-verdi (eksportverdi). Eksportavgiften er ved enkelte produkttyper angitt til 0,3 og 0,5 %.

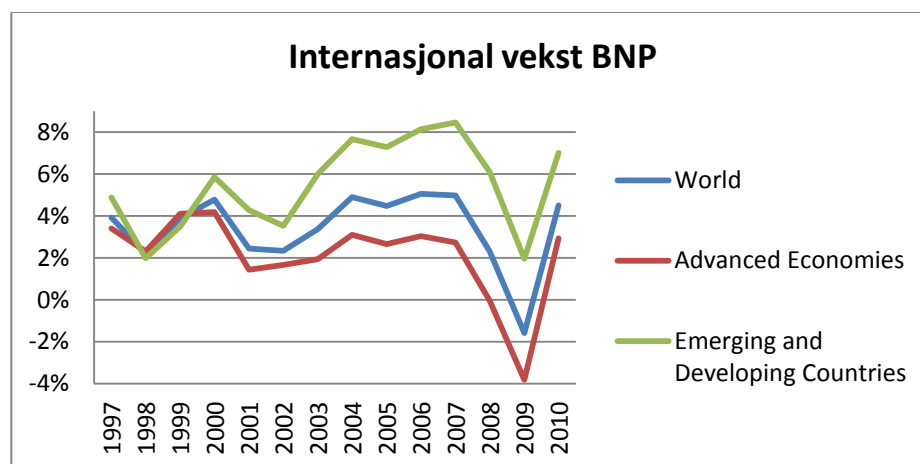
Som eksportør knyttes det også barrierer til tollavgifter. De aller fleste eksportlandene til SalMar befinner seg i EU eller EØS. Tollbarrierene påvirkes av Fiskebrevet, Kompensasjonsavtalen og Protokoll 9 i EØS-avtalen (Norges

sjømatråd 2012). Disse retningslinjene angir forskriftene om fortolling, og kan gi redusert eller frafalt toll mot de respektive nasjonene.

4.2 Økonomiske forhold

Global BNP

Oppdrett er en syklisk næring, og etterspørselen blir relativt elastisk med tanke på inntektsforhold ved opp- og nedkonjunkturer. Utviklingen i den globale økonomien er avhengig av flere variabler, men en målestokk kan være å se på gjennomsnittlig utvikling i BNP. Historisk sett har verdens BNP hatt en relativt stabil utvikling, men med sykliske kriser som medfører nedgangstider. I 2008 – 2009 opplevde industrilandene negativ økonomisk utvikling for første gang siden slutten av andre verdenskrig.

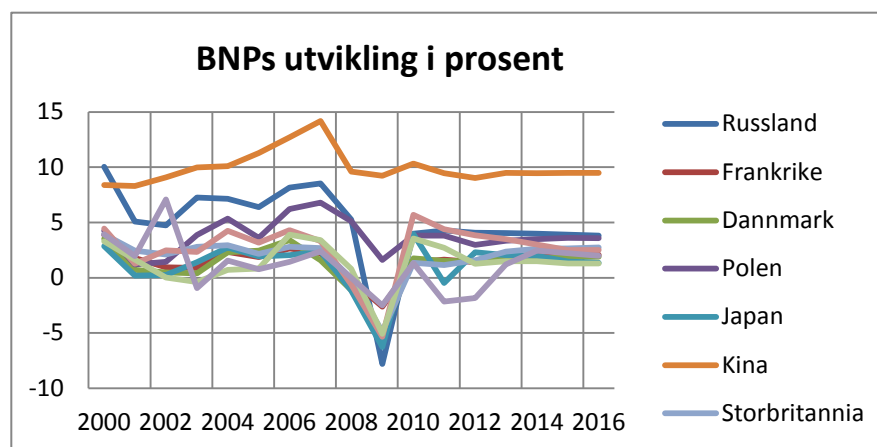


Figur 10: Prosentvis vekst i BNP fra år til år (International Monetary Fund 2012).

WEOs rapport, "Global recovery stalls", 24. januar 2012, spår en mild resesjon og økt finansiell risiko i fremover. BNP på verdensbasis skal øke med ca. 3,25 % i 2012, noe som er en nedgang på 0,75 % sammenlignet med prediksjonene som ble laget i september. Den globale økonomien går uansett en usikker tid i møte, mye på grunn av den pågående eurokrisen. Utviklingen i global BNP kan få store konsekvenser for norsk eksport da kjøpekraften kan bli redusert.

Fremtidig BNP

I 2.2.2 tok vi for oss BNP's utvikling for de største importørene av atlantisk laks. Vi har utarbeidet følgende modell med bakgrunn i prediksjonene til IMF (Figur 11). Estimaten i modellen forutsetter konstant prisnivå.



Figur 11: BNP utvikling i prosent (International monetary fund 2011)

Det gjennomsnittlige standardavviket til eksportlandenes BNP har vi beregnet til ca. 2,13, noe som sier oss at markedet er volatilt (Vedlegg 1). Russland er markedet med mest svingninger med et standardavvik på ca. 3,79, og Frankrike varierer minst med ca. 1,37. Resesjonen i 2009 forklarer en stor del av det høye standardavviket. Fra et historisk perspektiv er vekstprediksjonene fra 2011 til 2016 nokså stabile. Den gjennomsnittlige utviklingen kan forventes å bli som estimert. Svingningene hadde antakeligvis vært større om man hadde tatt hensyn til inflasjon, valutatrender og prisnivå.

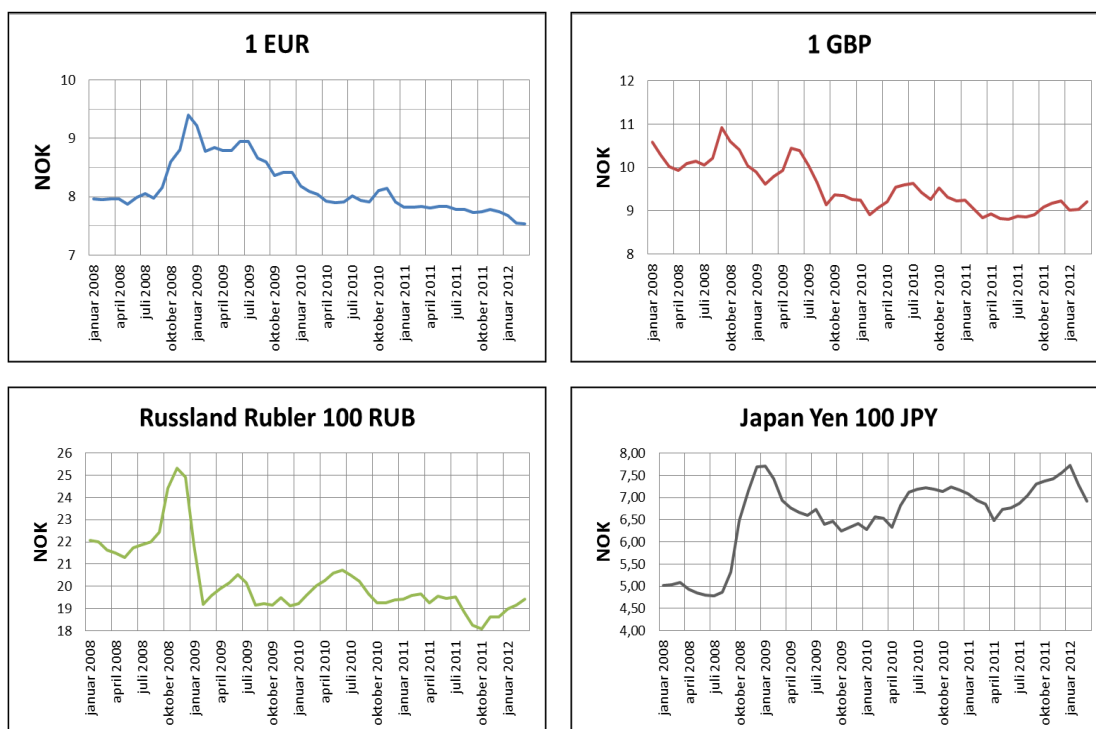
Valuta

En viktig forutsetning for denne verdivurderingen er at alle transaksjoner skjer i NOK. Importørene kjøper derfor varer fra SalMar i norsk valuta. Vi skiller gjerne mellom nominell valutakurs (E) og realvalutakurs (ε) (Steigum 2011). For SalMar kan kronefluktuasjoner ha store konsekvenser for antall kilo laks solgt. En sterk norsk krone vil gjøre SalMars varer dyrere for importørene. Dette kan svekke SalMars konkurransedyktighet mot utenlandske leverandører, gitt lik prisutvikling. Vi vil derfor se på den norske kronens utvikling mot eksportlandenes valuta, og deretter se på hvordan den kan estimeres.

Nominell valutakursutvikling i eksportland

Nominell valutakurs er antall NOK vi betaler for én utenlandsk valutaenhet. I denne oppgaven er antall utenlandsk valutaenheter importørene må betale for NOK, nominell kronekurs, mer interessant. Figur 12 viser de viktigste

valutakursene ved eksporthandel for SalMar fra 2008 til 2012, sammenlignet med NOK.



Figur 12: Nominell valutakursutvikling Euro, Pund, Rubler og Yen (Norges Bank 2012)

Bortsett fra den relativt store svekkelsen av NOK rundt finanskrisen, har EUR, GBP og RUB generelt deprimert mot NOK siden 2008. Svekkelsen kan delvis skyldes Norges Banks ønske om å opprettholde Norges eksportverdi også i nedkonjunktur. JPY har appresiert mot NOK siden 2008, og har hatt en relativt jevn utvikling etter finanskrisen. Målt i prosentvis endring har EUR og GBP vært de mest stabile valutakursene mot NOK med standardavvik på henholdsvis 1,9 og 2,4. RUB har variert noe mer med 3,2, og variasjonene har vært størst på JPY med 4,6.

Fremtidig valutautvikling

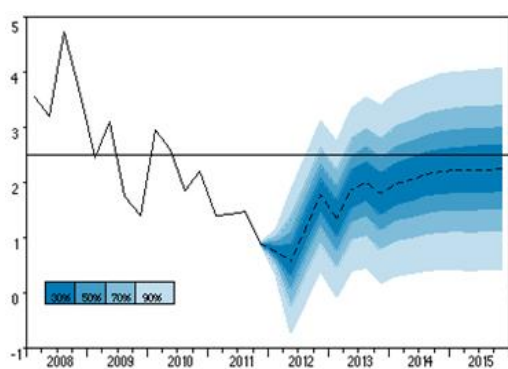
Estimering av fremtidige valutakurser har potensielt en stor gevinst. Dette er en utfordring ettersom valutakursen påvirkes av svært mange bakenforliggende variabler som endres over tid (Steigum 2011). Dette gjør valutaanslag til en utfordrende oppgave. Spesielt på kort sikt er det mye aktørene må vite til riktig tidspunkt. Da oppgaven vår er flerperiodisk, velger vi å se bort fra kroneutviklingen på kort sikt, og heller se på hva som påvirker den på lengre sikt.

I følge Norges Bank artikkel "Ordrestrømsanalyse av valutakurser" bestemmes mye av valutakursen på lang sikt av makro-fundamentaler. Makro-fundamentaler kan man stadfeste som renter, inflasjon og økonomisk vekst. Empiriske studier støtter sammenhengen mellom utvikling i makro-fundamentaler og langsiktig valutakursutvikling. Vi avgrensar analysen til å se på hvordan makro-fundamentalene i Norge vil utvikle seg.

Bjørnstad og Jansen viser i sin analyse fra 2006, "renta bestemmer det meste", at utviklingen i rentedifferansen mellom Eurosonen og Norge har vært et speilbilde av valutakursutviklingen. Med andre ord vil NOK depresieres mot utenlandsk valuta når rentedifferansen mellom disse nasjonene øker. Figur 13 viser hvordan Norges bank anslår renteutviklingen i den kommende 5-årsperioden.

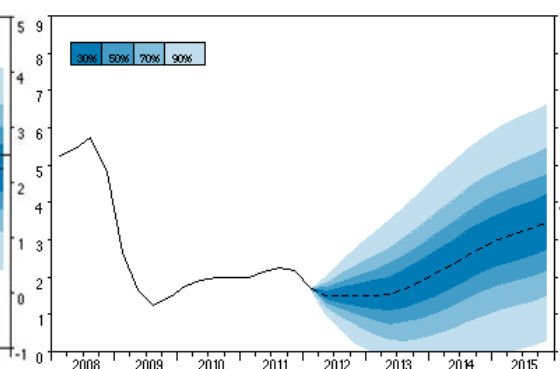
I mars 2001 endret Norges Bank pengepolitikken. Målet var å opprettholde en stabil og lav inflasjon. Årsveksten på konsumpriser skal over tid være nær 2,5 % (norges-bank.no). I figur 14 har vi gjengitt Norges konsumprisindeks. Figuren viser hvordan prisstigningen har vært historisk sett, og hvordan den er forventet å bli i årene fremover. Norges Bank benytter styringsrenta for å styre prisendringer etter det fastsatte inflasjonsmålet på 2,5 %.

KPI



Figur: 14 Anslag for utvikling i KPI (Norges Bank 2012)

Styringsrenten



Figur 13: Anslag for utvikling i styringsrenten (Norges Bank 2012)

4.3 Teknologiske forhold

Teknologiutvikling og innovasjon er essensielt i havbruksnæringen. Viktigheten gjenspeiles i kvalitetssikring av produkt, samt å sikre bærekraftig utvikling miljømessig og økonomisk. Dagens oppdrettsanlegg står ovenfor teknologiske utfordringer for å tilfredsstille disse kravene, og vi kan si at næringen snart står

ovenfor et veiskille i valg av strategi (Teknologirådet 2012). Spesielt gjelder dette utfordringer rundt vedlikehold av laksens helse og velferd, samt å forhindre lakserømming.

Velferd og helse

Fiskens helse og velferd bestemmes i stor grad av leveforholdene. Fisken oppholdes i oppdrettsmerder. Dette er små områder, hvor laksen lever tett. Laksen blir her lett rammet av bakterie- og virussykdommer eller parasittinfeksjoner (Havforskningsinstituttet 2011). Vaksiner er derfor en nødvendighet, men de som finnes i dag forhindrer ikke alle sykdommene som rammer bestandene.

Lakserømming

Dagens oppdrettsmerder har store teknologiske utfordringer. Merdene har lav grad av automatisering, og er derfor utsatt for menneskelige feil. I dag skyldes 80 % av lakserømmingene menneskelig svikt (Teknologirådet 2012). Antall innrapporterte lakserømminger ble redusert etter NYTEK-forskriften anno 2004, men tallene er nå voksende. Dette setter krav til økt automatisering og sikrere oppdrett.

Fremtidig utvikling

Oppdrettsnæringen står ovenfor et strategisk veiskille. Økte kostnader setter nye krav til teknologi, og næringen har allerede begynt å se på løsninger på lengre sikt. Fokuset ligger spesielt på oppdrettsmerdene. Oppdrettsanleggenes tekniske standard, dimensjonering, drift og vedlikehold reguleres av NYTEK-forskriften (Lovdata 2012). Fokuset på bærekraftig utvikling ligger til grunn.

Forbedringspotensialet i oppdrett er stort, og det forskes mye på forbedringer av merdene og alternativer til dem. Som alternativ til de åpne merdene, forskes det på lukkede anlegg (Laks 2011). Dette medfører en tett barriere mellom anlegget og omgivelsene. Formålet er å redusere faren for både rømming og utbredelse av lakselus. Dette er et prematurt prosjekt som ikke er testet empirisk enda, og det knyttes usikkerhet til fiskevelferd, energiforbruk og driftssikkerhet (Teknologirådet 2012). Annen forskning ser på forbedring av de eksisterende merdene. Økning i størrelse og hvor disse skal plasseres er i fokus, og et populært alternativ er å legge merdene noen meter under vannflaten.

4.4 Miljømessige forhold

Oppdrettsnæringen begrenses av miljømessige forhold. Begrensninger settes av det offentlige, ettersom det kreves miljømessig bærekraft for å få konsesjon til oppdrettsdrift.

Lakselus

Denne parasitten fester seg på laks. Den vil skade fisken ved å spise skinn, slim og blod, noe som vil gjøre laksen mer mottakelig for infeksjoner og sykdom. Parasitten medfører sjeldent alvorlig sykdom hos vill fisk i områder med lite oppdrettsdrift. Studier viser at lusebestanden er klart høyere i kyststrøk hvor oppdrettsvirksomhetene har plassert merdene (Havforskningsinstituttet 2010, 18-20). Lusesykdom er det største sykdomsproblemet i oppdrettsnæringen. Det antas at årlig tap i Norge knyttet til lakselus er på om lag 500 millioner NOK (Havforskningsinstituttet 2011). Et problem har vært den store produksjonsveksten de siste årene. Oppdretterne hadde ikke gode nok rutiner på effektiv og målrettet lusebehandling, og det medførte en økning i lusebestanden. Dette vil bli en utfordring fremover ettersom det ventes at produksjonsmengdene vil øke.

Temperatur

Havtemperaturen er en viktig faktor for oppdrettsnæringen. Ved en svak temperaturøkning vil fisken spise mer mat, hvilket vil medføre både økt vekstrate og høyere produksjon (ACIA 2004, s. 66-67). En vesentlig økning i havtemperaturen vil øke faren for sykdom og høyere bestand av giftalger. Disse skiller ut giftstoffer som i verste fall dreper laksen. Konsekvensen av en temperaturendring vil kunne føre til flytting av oppdrettsanlegg til strøk lengre nord. En annen mulighet er å videreutvikle yngelen til å bli mer varmeresistente. En økning i havtemperaturen vil kunne medføre vesentlige kostnadsøkninger for selskapene.

4.5 Legale forhold

Oppdrettsnæringen er hovedsakelig regulert av Laksetildelingsforskriften (Lovdata 2012). Jfr. kap.1§1 er lovens formål «å medvirke til at akvakultur av laks, ørret og regnbueørret blir lønnsom og konkurransekraftig innenfor rammene av en bærekraftig utvikling, og bidra til verdiskaping på kysten». Loven angir

videre kravet om tillatelse fra fylkeskommunen for å drive akvakulturvirksomhet. I Kap. 2§6 kommer det frem at konsesjoner gitt før 1. januar 2005 begrenses av 65 kilo biomasse per kubikkmeter konsesjon. Videre angir loven retningslinjer som kreves for å søke om tillatelse til oppdrett og vederlag, samt særskilte vilkår ved spesielle lokasjoner.

Det ligger også regler til grunn for utarbeiding av oppdrettsanlegg. I 4.3 ble NYTEK-forskriften definert. Denne loven blir aktuell vedrørende innovasjon ved nye typer oppdrettsanlegg. Loven blir ofte regulert, og den siste reguleringen trådte i kraft 1.1.2012 (Regjeringen 2012).

I 4.1.1 ble avgiftene for å eksportere fisk og fiskevarer fra Norge definert. Fullstendig reglement i forbindelse med eksport av fiskevarer er angitt av fiskeeksportloven (Lovdata 2012). Loven omfatter registreringer, salgsvilkår, minsteeksportpriser og kontroller.

I henhold til matloven har mattilsynet myndighet til å vedta forskrifter etter lov om matproduksjon og mattrygghet (Lovdata 2012). Forvaltningsansvaret går ut på å sikre trygg sjømat, frisk fisk, etisk forsvarlig produksjon, miljøvennlig produksjon, kvaliteten i produksjon og produkt, og verdiskaping av sjømat (Mattilsynet 2012).

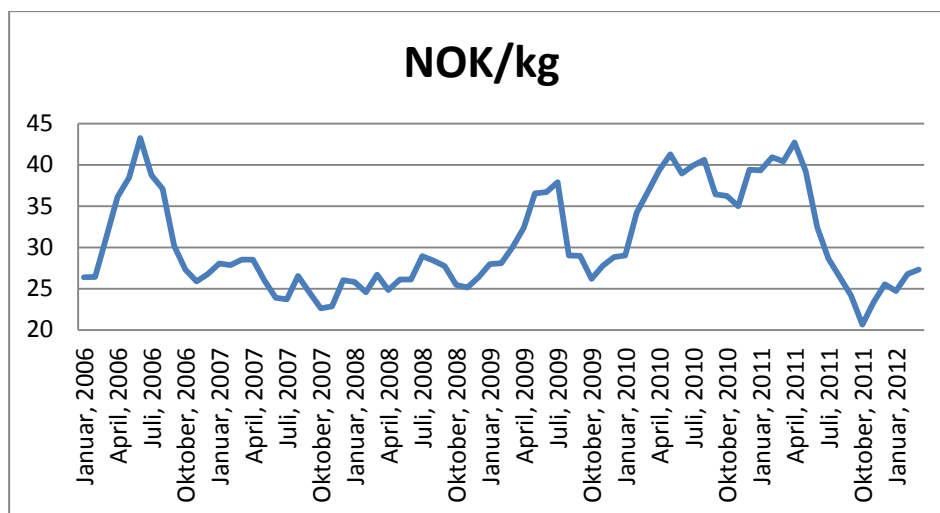
4.6 Lakseprisen

Lakseprisen er den faktoren som har størst betydning for SalMars salgsinntekter. Lakseprisen kan vi definere som Norges generelle eksportpris på laks. Under et foredrag om fiskemarkedet av Kolbjørn Giskeødegård, april 2012, ble vi informert om at lakseprisen avhenger av tilbud, etterspørsel og rammebetingelser. Med rammebetingelser menes for eksempel rentenivå, handelshindringer og produksjonskostnader.

Den historiske utviklingen i laksens spotpris presenteres i figur 15. Lakseprisen vært volatil, og fluktuationene har vist seg å være uforutsigbare.

Gjennomsnittsprisen siden januar 2006 har vært NOK 30,58,- per kilo, og

standardavviket har vært NOK 5,99. Noe av svingningene kan forklares med sesongvariasjoner.



Figur 153: Historisk utvikling i spotpris på laks (Fishpool 2012)

Uforutsigbarhet har skapt store problemer for strategivalgene til aktører i bransjen. Professor innen emnet, Frank Asche, uttalte til NRK, mars 2011, at laksen kunne prises opp mot NOK 60,- per kilo i løpet av året. Lakseprisen kollapset derimot fullstendig, og sank til nesten NOK 20,- per kilo i oktober 2011. Den høye forventede lakseprisen førte til svært høye aksjekurser, og flere aktører valgte å ta ut rekordstore utbytter. Den faktiske nedgangen gjorde at børsen falt med 22 % fra mai til september.

4.2.1 Tilbud

I mikroøkonomisk teori er tilbud antatt å være lik markedets marginalkostnadskurve. Dette betyr at tilbyderer av laks vil produsere helt til marginalkostnaden ved siste enhet er lik prisen i markedet (Riis og Moen 2011). I følge analytiker Kolbjørn Giskeødegård i Nordea, vil lakseoppdretterne produsere så lenge lakseprisen er høyere enn førkostnaden. Dette indikerer fortsatt produksjon så lenge prisen i markedet er høyere enn marginalkostnaden. SalMar må derfor produsere mest mulig gitt at marginalkostnadene ikke overstiger prisen.

4.2.2 Etterspørsel

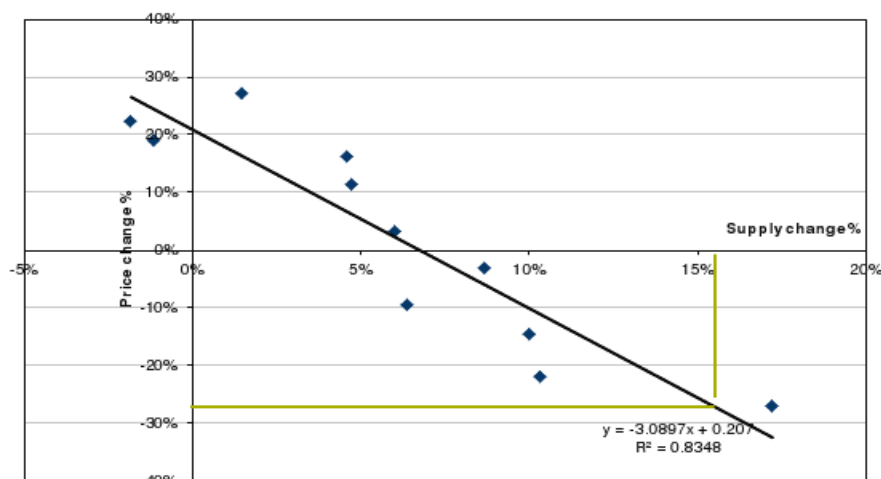
Etterspørselen defineres av hvor mye laks som konsumeres på verdensbasis. Hvor mye laks som vil konsumeres blir styrt av blant annet levestandard, substitutter som gir konkurranse, sesongvariasjoner, trender og pris på laks i forhold til

substitutter. Eksempelvis er eksplosjonen av sushi utslagsgivende for etterspørselen, samtidig som sunnhettrenden påvirker den positivt. Stadig befolkningsvekst og større behov for mat på verdensbasis vil kunne øke etterspørselen.

4.2.3 Estimering av laksepris

Markedsanalytikere bruker ulike modeller for å estimere fremtidig pris. Økonomiprofessor Atle Guttormsen påpekte i et intervju med Fiskeribladet Fiskaren, august 2011, viktigheten rundt å være kritisk til resultatet av disse modellene. Hvis man i modellen estimerer en pris på NOK 40,- per kilo, over tid, så forteller både historien og sunn fornuft at det ikke blir slik i virkeligheten.

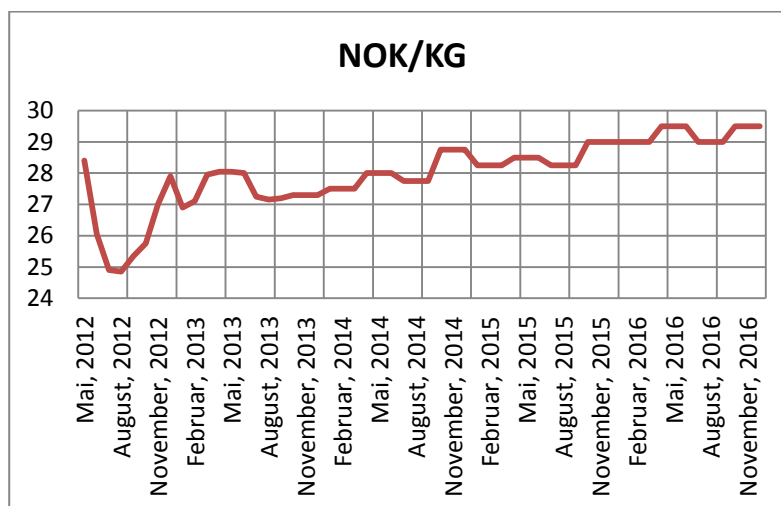
Analytiker Kolbjørn Giskeødegård informerte om betydningen tilbudssiden har for lakseprisen. Figur 16 forklarer sammenhengen mellom tilbud og pris gitt ved regresjonslikningen $y = -3.0897x + 0.207$. Den angir hvordan forholdet mellom en prosentvis økning i tilbud påvirker prosentvis endring i pris. Her er X økning i tilbud, og Y endring i pris. Modellen har en sterk forklaringskraft på 83,48 %. Giskeødegård påpekte at en tilbudsøkning på 15 % medfører en prisreduksjon på 25 %. Dette stemmer godt med regresjonsmodellen:



Figur 16: Regresjonsmodell for laksepris. Vist som sammenhengen mellom tilbud og pris (Nordea 2012)

Estimering av tilbudsvekst anses som sensitiv informasjon av forskjellige analytikerbyrå. Vi har derfor ikke gode nok tall til å kunne estimere lakseprisen.

Vi har derfor benyttet Fishpool sine anslag på gjennomsnittlig vekst frem til desember 2016. Anslagene vises i figur 17. Prediksjonene har betraktelig mindre fluktuasjoner sammenlignet med de historiske tallene fra figur 15. Vi forutsetter i denne oppgaven at den gjennomsnittlige veksten blir slik.



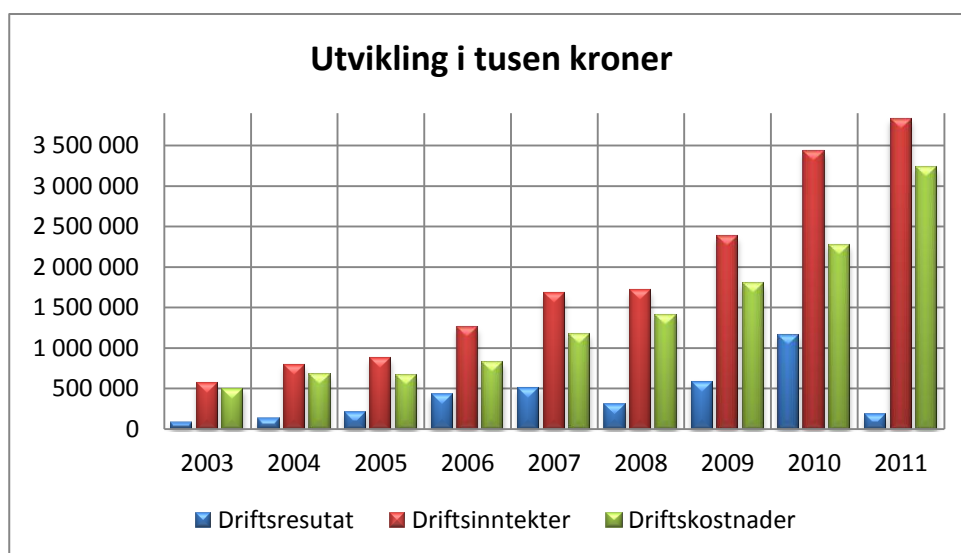
Figur 17: Estimert laksepris til og med år 2016 (Fishpool 2012)

5.0 Regnskapsanalyse

I dette kapittelet gjennomfører vi en analyse av regnskapet til SalMar ASA. Analysen tar for seg den finansielle utviklingen til SalMar frem til 2011, for å tilegne dypere innsikt i SalMars verdiskapning. Utvalgte nøkkeltall benyttes for å belyse utviklingen. Regnskapsåret 2011 sammenlignes med noen av de største konkurrentene. Alle formlene benyttet er hentet fra Årsregnskapet av Trond Kristoffersen (vedlegg 2).

5.1 Historisk utvikling av verdiskapningen

Figur 18 viser utviklingen i SalMars driftsresultat.



Figur 18: Utvikling i verdiskapning (SalMar 2012)

Før børsnoteringen i 2007 har SalMar hatt en forholdsvis stabil vekst i driftsresultatet. Driftsresultatet i 2011 ble forholdsvis lavt grunnet en verdijustering i biomasse og særskilte biologiske hendelser. Driftsresultatet er derfor lavere enn operasjonelt driftsresultat. SalMar leverte i 2011 sitt nest beste operasjonelle driftsresultat noensinne. Salgsinntektene økte med 11,65 % og driftskostnadene med 31,39 %. Oppstarten av InnovaMar ble mer utfordrende og kostbar enn budsjettet. I tillegg var lakseprisen lav i andre halvår. SalMar høster mest laks andre halvår, samtidig som de måtte nedjustere verdien på biomassen sin til virkelig verdi etter IAS 41 Landbruk (Lovdata 2012).

En annen faktor for nedgangen i driftsresultatet, er Chiles retur på markedet (forklart i 2.4). Det er for øvrig ikke kun SalMar som har levert dårligere

årsresultat i 2011. Tendensen går igjen hos de fleste av konkurrentene. I tillegg er det naturlig å anta at driftskostnadene vil bli lavere framover når InnovaMar er helt innkjørt og kan utnytte sitt potensial.

5.2 Lønnsomhetsanalyse

Lønnsomhet forklarer SalMars evne til å skape overskudd. En tilfredsstillende lønnsomhet over tid er nødvendig for at selskapet skal overleve på lang sikt. For å vurdere SalMars lønnsomhet benyttes nøkkeltallene driftsmargin, total kapitalrentabilitet, egen kapitalrentabilitet og kapitalens omløpshastighet (SalMar 2012). Tabell 2 viser SalMars nøkkeltall sammenliknet med de største konkurrentenes.

Nøkkeltall	2011	2010	2009	2008	Marine 2011	Lerøy 2011	Grieg 2011	Cermaq 2011
Driftsmargin	4,92 %	33,64 %	24,40 %	17,76 %	7,50 %	6,51 %	<0	8,65 %
TKR	3,24 %	25,06 %	18,45 %	10,34 %	-	-	<0	10,22 %
EKR	6,29 %	45,96 %	31,24 %	12,80 %	4,84 %	6,42 %	<0	13,31 %
Kapitalens omløpshasti ghet	0,63	0,73	0,72	0,58	0,70	0,80	0,5	1,17

Tabell 2: SalMars Nøkkeltall sammenliknet mot andre aktører (SalMar, Lerøy Grieg og Cermaq 2012)

Driftsmarginen viser selskapenes avkastning per krone driftsinntekt. Etter noen år med god utvikling, opplevde SalMar i 2011 nedgang i driftsmarginen. Med unntak av Grieg Seafood er SalMars driftsmargin noe lavere enn hos de øvrige selskapene. En driftsmargin på 4,92 % er likevel tilfredsstillende.

Total kapitalrentabiliteten (TKR) måler avkastning på samlet kapital. De offentlige regnskapene til Marine Harvest og Lerøy Seafood inneholdt ikke egne poster med finansinntekter, så disse nøkkeltallene ble ikke beregnet. Cermaq hadde god TKR i motsetning til Grieg Seafood. Grieg Seafood leverte et negativt resultat og hadde derfor TKR mindre enn null. SalMar har opplevd solid økning i TKR med unntak av i 2011.

Egen kapitalrentabiliteten (EKR) etter skatt måler avkastningen selskapet gir på eiernes investeringer, altså hvor mye av resultatet som tilfaller eierne. SalMars EKR er på høyde med konkurrentenes, og det leverer rimelig tilfredsstillende avkastning til eierne sine.

Det siste lønnsomhetstallet er kapitalens omløpshastighet. Nøkkeltallet viser hvor mange ganger totalkapitalen omsettes i løpet av ett år. SalMar bytter ut kapitalen 0,63 ganger per år i 2011. Analysen viser at SalMars omløpshastighet er noe lavere enn hos de større konkurrentene. I følge den generelle normen for totalkapitalens omløpshastighet er en verdi lavere enn 1 ikke tilfredsstillende. Dette har ikke full overføringsverdi, og må ses på fra et bransjespesifikt ståsted. Akvakulturnæringen har store verdier bundet i varelageret. Dermed vil ikke normtallet bli gjeldende for bransjen.

5.3 Analyse av betalingsevne og konkursrisiko

Likviditetsgradene benyttes for å måle bedriftens evne til å betale regningene.

Likviditetsgradene er forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld.

Likviditetsgrad 1 (L1) tar hensyn til alle omløpsmidlene i selskapet.

Likviditetsgrad 2 (L2) beregnes ved å trekke fra de minst likvide omløpsmidlene.

For oppdrettsnæringen er de minst likvide omløpsmidlene biologiske eiendeler og varelager. En standard tommelfingerregel på likviditet er at L1 skal være større enn 2 og L2 større enn 1. Likviditetsgradene er statiske måltall som ikke bør benyttes ukritisk. De fungerer likevel som en indikator. Tabell 3 viser likviditetsgradene for SalMar og de største konkurrentene.

Nøkkeltall	2011	2010	2009	2008	Marine 2011	Lerøy 2011	Grieg 2011	Cermaq 2011
	L1	2,02	3,35	2,99	2,88	3,4	2,52	1,59
L2	0,6	0,93	0,89	0,47	0,97	1,25	0,36	1,13

Tabell 3: SalMars Likviditetsgrad målt opp mot konkurrenter (SalMar, Marine Harvest, Lerøy, Grieg og Cermaq 2012)

L1 har i perioden ligget over normtallet. Store deler av omløpsmidlene til SalMar er bundet i varelageret, og det slår ut i beregningen av L2 som ligger under normtallet. Dette tyder på at L2 er et bedre måltall på likviditeten i denne bransjen. Årsaken til at likviditeten er svekket i 2011 skyldes hovedsakelig økning i kortsiktig gjeld. Dette skyldes SalMars investeringer i nytt produksjonsanlegg. Regnskapsrapporten gir uttrykk for at kundefordringene er under kontroll og den biologiske massen på et forventet nivå. Det er rimelig å anta at investeringene vil medføre økt lønnsomhet for selskapet gjennom produksjonsvekst. Økningen i

gjelden vil derfor ikke utgjøre noen umiddelbar trussel for likviditeten. Vi ser ingen fare for at SalMar skal få likviditetsproblemer i prognoseperioden.

5.4 Vurdering av soliditet

Soliditeten forklarer SalMars evne til å tåle tap, knyttes ofte til forholdet mellom egenkapital og totalkapital. I nedgangsperioder kan det være vanskelig for SalMar å drive lønnsomt, og det er derfor viktig å ha en solid egenkapital. SalMar har i sine vedtekter satt et minstekrav for egenkapitalandel på 35 %, og om nødvendig en egenkapitalandel på 30 % i maksimalt 12 måneder. I 2011 ble det ikke utbetalt utbytte som følge av den noe svakere lønnsomheten, og det viser at selskapet ønsker å bygge opp egenkapitalen. Tabell 4 viser estimerte soliditetsgrader for SalMar og konkurrentene.

Nøkkeltall	2011	2010	2009	2008	Marine 2011	Lerøy 2011	Grieg 2011	Cermaq 2011
<i>EK-andel</i>	35,06 %	42,52 %	47,88 %	42,86 %	47,60 %	50,58 %	40,51 %	59,47 %
<i>Gjeldsgrad</i>	1,85	1,35	1,09	1,33	1,1	0,98	1,47	0,68
<i>Rentedekningsgrad</i>	2,2	20,54	20,1	3,73	-	-	-2,15	13,11

Tabell 4: SalMars nøkkeltall for soliditet målt opp mot konkurrenters (SalMar, Marine Harvest, Grieg og Cermaq 2012).

Det er gjennomgående høy egenkapitalandel blant de store aktørene i bransjen. Årsaken til reduksjonen av egenkapitalandelen, er SalMars investeringer og opptak av lån. SalMar har tilstrekkelig egenkapitalandel, og viser styrke i form av høy egenkapitalandel selv ved store investeringer. Trendlinja til gjeldsgraden har økt i takt med investeringene. Det forventes at gjeldsgraden til SalMar vil reduseres etter hvert som lånene nedbetales. Rentedekningsgraden har vi tatt med på grunn av SalMars gjeldssituasjon. Den har blitt kraftig redusert i 2011, og ligger nå under normtallet på 3. Verdiene i 2009-2010 er kunstig høye ettersom selskapet leverte unormalt gode resultater. Vi konkluderer med at rentedekningsgraden er tilfredsstillende. Dette på bakgrunn av det dårlige resultatet i 2011 kombinert med økte finanskostnader etter selskapets investeringer.

5.5 Oppsummering

Regnskapsanalysen viser en positiv trend i bransjen frem til 2011. Nøkkeltallene til SalMar er preget av investeringene i InnovaMar. SalMars nøkkeltall kommer

derfor dårligere ut enn hos de andre store aktørene, men det påpeker også den reelle situasjonen selskapet i. Etter gjennomgang av regnskapene til flere lakseoppdrettsselskap, er det tydelig at lakseprisen er en meget kritisk faktor i bransjen. Vi vet at selskapene benytter seg av sikringsinstrumenter i form av valutasikring, uten at vi analyserer dette videre. Likviditet og soliditet er tilfredsstillende, noe som gir SalMar mulighet til å fokusere på økt lønnsomhet.

6.0 SWOT

Vi benytter en SWOT-matrise for å konkludere ut i fra våre analyser. Poenget er å identifisere SalMars sterke og svake sider, samt muligheter og trusler (Kotler og Keller 2009, 99). Styrker og svakheter representerer funnene i den interne analysen. Muligheter og trusler viser funnene i makroanalysen og den eksterne analysen.

Styrker	Svakheter
<ul style="list-style-type: none"> - Teknologisk fortrinn i InnovaMar - Kostnadseffektiv og innovativ produksjon - God soliditet og likviditet - Selskapsstrukturen 	<ul style="list-style-type: none"> - Ledig kapasitet på InnovaMar - Mye bundet kapital i varelageret - Ingen varige konkurransefortrinn
Muligheter	Trusler
<ul style="list-style-type: none"> - Teknologiu utvikling kan redusere sykdoms- og rømmingsproblemer - Høy og stabil etterspørsel etter laks - Global BNP med god og stabil vekst - Vekst igjennom konsolidering - Lav grad av differensiering per dags dato 	<ul style="list-style-type: none"> - Ustabil laksepris. Går antakeligvis ned når Chile returnerer på markedet - Sterk krone kan redusere eksport - Sykdoms- og rømmingsproblemer øker - Legale begrensninger i konsesjoner og avgifter - Økt konkurranseintensitet i markedet

Tabell 5: SWOT-matrise (Kotler og Keller 2009)

7.0 Metode

En metode er en planmessig fremgangsmåte. Hvilken fremgangsmåte som er best avhenger av hva en ønsker å finne ut, hvilken kontekst en befinner seg i og hvilke ressurser en har tilgjengelig (Gripsrud, Olsson og Silkoset 2004).

7.1 Eksplorativt design (undersøkende)

Eksplorativt design er metoden som brukes i startfasen av oppgaven. Eksplorativt betyr undersøkende, og er nødvendig når kunnskapen om fagområdet er lite.

Målet med denne metoden er å få kjennskap til relevante teorier og bedre innsikt i problemområdet. Innsamling av litteratur om temaet verdsetting, samt innhenting av sekundærdata som regnskap, årsrapporter og markedsestimater er viktige punkter i denne oppgaven. Da SalMar er børsnotert, vil ikke egen datainnsamling være relevant for oss. Dette fordi børsnoterte selskap er regulert av norsk lov, hvor all informasjon som først blir delt også må deles med allmennheten. Et eksplorativt design vil være hjelpende i startfasen, og gi oss innsikt og økt forståelse rundt verdsetting som problemområde (Gripsrud, Olsson og Silkoset 2004).

7.2 Deskriptivt design (beskrivende)

Deskriptiv design brukes når en grunnleggende forståelse for tematikken har oppstått. Designet krever spesialisering på et bestemt område, og prøver å beskrive sammenhenger som skal kartlegges. I verdsettelsen av SalMar vil eksempelvis sammenhengen mellom pris, kvantum laks og etterspørsel være relevant å finne ut av. Det vil også være nyttig å beskrive makroøkonomiske forhold, samt regnskap og fremtidig inntjening. Vi ønsker å forklare en sammenheng mellom forskjellige variabler slik at vi kan verdsette SalMar riktig. Deskriptivt design vil være nødvendig for å analysere og strukturere sammenhenger mellom ulike variabler, slik at vi med størst mulig sikkerhet kan verdsette SalMar (Gripsrud, Olsson og Silkoset 2004).

7.3 Kausalt design (Årsak-virkning)

Kausalt design brukes for å undersøke årsaksforklaringer. Denne metoden benyttes for å undersøke om en manipulering av uavhengige variabler har noen effekt på den avhengige variabelen. Vi ser dette som relevant da vår

verdiestimering innebærer stor usikkerhet. Derfor er det nyttig å foreta en følsomhetsanalyse. Den avhengige variabelen vil være verdien på egenkapitalen. Laksepris og avkastningskrav er eksempler på uavhengige variabler (Gripsrud, Olsson og Silkoset 2004).

7.4 Valg av design

Vi ser det hensiktsmessig å benytte de tre metodene. De tre metodene er forskjellige og bidrar på ulike måter. Ved å benytte alle metodene vil hele prosessen dekkes, ettersom metodene komplimenterer hverandre (Gripsrud, Olsson og Silkoset 2004).

7.5 Datainnsamling

Datainnsamlingen til vår oppgave er basert på sekundærdata. Vi har ikke mulighet til å generere primærdata ved intervjuer og observasjoner. Sekundærdata kan deles opp i interne og eksterne kilder. Hovedsakelig er de interne kildene basert på informasjon fra hjemmesidene til SalMar. Derfra har vi i hovedsak hentet rapporter og regnskap. Vi benyttet oss av eksterne kilder i form av data fra Statistisk Sentralbyrå, Norges Bank og andre kilder med tilknytning til lakseoppdrett og tilhørende forhold. Alle publiserte kilder er listet i referanselisten.

8.0 Verdsettelsesteori

Det finnes flere måter å gjennomføre en verdivurdering på, og vi vil videre presentere de modellene vi anser som mest relevante. Disse er balansebasert metode, inntjeningsbasert metode og resultatbaserte metoder.

8.1 Balansebaserte metoder

Formålet med denne metoden er å finne en verdi på selskapets eiendeler, og deretter trekke fra selskapets finansielle forpliktelser. Dette skal gi et uttrykk for den reelle verdien av selskapet. Vi har to ulike framgangsmåter i kategorien, ved å beregne substansverdi eller likvidasjonsverdi (Boye og Dahl 1997).

8.1.1 Substansverdi

Substansverdien av egenkapital defineres som eiendelenes markedsverdi fratrukket markedsverdi av gjeld. En viktig forutsetning for metoden er at selskapet er et "going concern", hvor man antar at det ikke foreligger noen konkursfare i overskuelig framtid. Det er mest hensiktsfullt å benytte seg av substansverdien i markeder hvor eiendelene er lett omsettelige. Dermed skal substansverdien gi et realistisk anslag på bedriftens verdi. Dette er en metode som fungerer best ved verdsettelse av bedrifter som har få eller ingen immaterielle eiendeler. Etersom SalMar er i besittelse av dyre konsesjoner og immaterielle eiendeler velger vi ikke å benytte oss av denne metoden.

8.1.2 Likvidasjonsverdi

Likvidasjonsverdien benyttes i forbindelse med salg av eiendeler. Den legger dermed ikke "going concern" til grunn som i beregning av substansverdien, og forutsetter derfor et salg av eiendelene. Likvidasjonsverdien vil nesten alltid være lavere enn substansverdien av to grunner. For det første vil en likvidasjon ofte medføre rabatt til kjøper ved salg av eiendeler. I tillegg vil det kunne oppstå ekstra kostnader knyttet til nedleggelsen, som ikke ville forekommet ved videre drift. Likvidasjonsverdien skal reflektere det teoretisk laveste beløp eierne vil sitte igjen med ved nedlegging av virksomheten. Denne modellen vil ikke bli aktuell for vår verdivurdering. Dette fordi vi ikke anser det som en mulighet at SalMar skal legge ned virksomheten i overskuelig fremtid.

8.2 Inntjeningsbaserte metoder

De inntjeningsbaserte metodene analyserer fremtidig inntjening fremfor å benytte balanseverdier. Målet er å estimere egenkapitalen som et resultat av forventet inntjening, uavhengig av balanseverdiene.

8.2.1 Dividendemodeller

Dividendemodellene beregner aksjens verdi på bakgrunn av utbetalt utbytte til aksjonærene. Den generelle modellen beregner verdien av en aksje på følgende måte (Boye og Dahl 1997, 20):

hvor P_0 = Verdien av aksjen på ved tidspunktet for verdsettelsen
 t = Antall år i perioden
 D_t = Forventet dividende per aksje i år t
 k = Egenkapitalkostnaden

Denne modellen forutsetter at det er mulig å beregne aksjens utbytte i all framtid. Derfor vil man ofte benytte forenklinger i formelen, eksempelvis en konstant vekstfaktor for dividenden. Etersom SalMar ikke opererer med dette, benyttes ikke denne metoden i verdsettelsen. (Salmar 2012).

8.2.3 Kontantstrømbaserte modeller

I kontantstrømbaserte modeller estimeres fremtidige kontantstrømmer, og diskonteres deretter tilbake til verdsettelsestidspunktet (Boye og Dahl 1997, 23). Modellene er fra et bedriftsøkonomisk perspektiv ansett for å være mest korrekt ettersom de tar hensyn til endring i arbeidskapitalen. En viktig forutsetning er at kontantoverskuddene ikke holdes i bedriften, men isteden utbetales løpende til eierne. De to vanligste metodene er å beregne fri kontantstrøm til egenkapitalen (FCFE) og fri kontantstrøm til totalkapitalen (FCFF).

Egenkapitalmetoden

Denne metoden benytter de budsjetterte kontantoverskuddene etter finansposter for å finne markedsverdien av egenkapitalen. Kontantstrømmene til egenkapitalen igjennom perioden beregnes ved å benytte den indirekte kontantstrømmodellen.

Kontantstrømmene diskonteres med eiernes avkastningskrav, egenkapitalkostnaden (k_E). Nåverdien av de budsjetterte kontantstrømmene er definert på følgende måte (Boye og Dahl 1997, 26):

Videre må terminalverdien beregnes, og her legges en konstant vekstfaktor (g) og kontantstrømmen i terminalåret CF^T til grunn. Terminalverdien skal gjenspeile verdien av kontantstrømmene etter budsjetteringsperioden (CF^T). Formelen for terminalverdi er definert som (Boye og Dahl 1997, 27):

Deretter beregnes nåverdien av terminalverdien (Boye og Dahl, 1997, 27): Etter å ha beregnet nåverdien av budsjetterte kontantstrømmer og terminalverdien, finner vi markedsverdien av egenkapitalen.

Totalkapitalmetoden

I denne metoden må totalkapitalkostnaden legges til grunn ved beregning av markedsverdien for totalkapitalen. Verdien av totalkapitalen beregnes på samme måte som egenkapitalmetoden, men her benyttes de budsjetterte kontantstrømmene fra drift.

Her brukes totalkapitalkostnaden (WACC) som diskonteringsfaktor, ettersom både egenkapital- og gjeldskostnaden må tas hensyn til. For å beregne terminalverdien må man bruke WACC fremfor egenkapitalkostnaden.

For å finne verdien av egenkapitalen korrigeres den beregnede nåverdien for rentebærende gjeld.

8.4 Resultatbaserte metoder

Resultatbaserte metoder er mindre nøyaktige modeller. Her må det forutsettes at resultatene kan representeres som en tilnærming til fremtidig netto kontantstrømmer (Dahl et. al. 2010).

Multiplikatormodeller

Multiplikatormodeller er relative verdsettelsesmetoder. Hensikten er å komme frem til verdien av et selskap basert på prisingen av lignende selskaper i markedet (Damodaran 2001, 275). Modellene er ikke komplekse, da de ikke analyserer bakenforliggende variabler på en grundig måte. Modellene omtales ofte som «quick-fix», da avanserte prognoser for fremtiden ikke estimeres. Det brukes flere typer multiplikatormodeller i dagens finansmarked, og vi skal her ta for oss noen av de viktigste.

Price/Earnings

Denne modellen tar for seg forholdstallet P/E, og er den mest vanlige multiplikatormodellen. I modellen er P enten aksjekurs eller selskapets markedsverdi, og E står for årets resultat før ekstraordinære poster minus skatt per aksje eller hele virksomheten. Det sammenlignes med lignende virksomheter og deres P/E-ratio. Ved å multiplisere P/E med eget årsresultatet beregnes markedsverdien av selskapet (Boye og Dahl 1997, 34-35):

$$\text{Markedsverdi} = \text{P/E} \times \text{Årsresultat}$$

En viktig forutsetning i multiplikatormodellene er at selskapene en benytter som sammenligningsgrunnlag er riktig priset. Aksjekursene påvirkes av svært mange faktorer, og vil variere i forhold til det som anses riktig prising av aksjen.

EV/EBITDA

Enterprise Value (EV) defineres som egenkapitalens markedsverdi justert for gjeldens markedsverdi og kontanter. EBITDA er driftsresultat korrigert for avskrivninger og nedskrivninger (Damodaran 2012). Dette gir oss følgende sammenheng:

Den største forskjellen fra P/E metoden, er at EV/EBITA tar hensyn til kapitalstruktur. Spesielt i bransjer hvor selskapene har store forskjeller i kapitalstrukturen, er denne modellen å foretrekke (Koller et. al. 2005).

EV/SALES

EV/SALES er en multiplikator metode som måler forholdet mellom selskapets totale markedsverdi og selskapets inntekter (Damodaran 2012). Dette gir oss følgende sammenheng:

Fordelen med å bruke EV/SALES er dets konsistens. Inntektene er plassert tidlig i resultatregnskapet, og blir tilnærmet fri for selskapsspesifikke vurderinger. Det er lite rom for manipulering av inntekter. Metoden er derfor egnet til å sammenligne selskap på tvers av bransje. Metoden er spesielt hensiktsmessig for bedrifter med negativt resultat. Selv om de skulle ha større kostnader enn inntekter, genererer de fortsatt målbare salgsinntekter (Damodaran 2002).

8.5 Valg av modell

Kjøp av selskap er det samme som å kjøpe selskapets fremtidige kontantoverskudd, og derfor benytter vi FCFE som verdsettelsesmetode (Boye og Dahl 1997, 37). SalMar er delvis gjeldsfinansiert, og derfor er det riktig å se på verdien av hele selskapet. Vi benytter også ulike multiplikatoranalyser for å kvalitetssikre resultatet vi kommer fram til ved FCFE.

9.0 Avkastningskrav

For å kunne neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene er vi nødt til å bruke et avkastningskrav. Avkastningskravet utgjør den forventede avkastningen ved å investere i selskap eller prosjekter med tilnærmet lik risiko som selskapet man vurderer (Dahl og Boye, 1997, 40). Det er en blanding av teori og skjønn som må legges til grunn for å beregne et så nøyaktig avkastningskrav som mulig. Vi skiller mellom avkastningskrav til egenkapital og total kapital.

9.1 Risikofri rente

Ved å gjennomføre en investering uten risiko, oppnås avkastning lik risikofri rente. Statsobligasjoner er per dags dato tilnærmet lik risikofri rente. I Norge utstedes obligasjonene med lengder på 3, 5 og 10 år. I dag har en 10års statsobligasjon høyere rente enn 3års statsobligasjon. Dette betyr at det er lagt inn en risikojustering i den 10 år lange statsobligasjonen, noe som virker fornuftig med tanke på urolighetene i dagens markeder. Dette kalles en likviditetspremie, og er en risikokompensasjon for kjøpere som binder seg for lange perioder. SalMar antas å holde driften gående i mange år framover, og terminalverdien vil gjenspeile kontantstrømmene ut over vår valgte 5 årsperiode. Samtidig vil lengre tidshorisont gi større usikkerhet rundt fremtidig inntjening. Etter en vurdering velger vi å bruke statsobligasjoner med 10-års tidshorisont. Per 30.12.2011 ligger den på 2,41 % (Norges Bank 2012).

9.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie (MP) uttrykker meravkastningen børsen gir i forhold til risikofri rente. Det må foreligge en mulighet for høyere avkastning dersom investor skal velge aksjer fremfor statsobligasjoner. Under en forelesning med Pål Berthling Hansen på BI Trondheim, høsten 2011, ble det forklart at MP er et nominelt måltall, og derfor allerede er justert for inflasjon. Det har tidligere blitt gjennomført undersøkelser for å tallfeste MP i Norge. Førsteamanuensis Espen Sirnes publiserte i 2010 en undersøkelse med data fra 1915 til 2009, hvor han kom frem til MP på ca. 5,4 %. Gjesdal og Johnsen kom i 1999 fram til MP på 6,2 %. Senere kom det frem at børsen er blitt modernisert, med lavere svingninger enn tidligere. Derfor justerte de ned anslaget sitt og hevder risikopremien ligger rundt 5 % i dag (Regjeringen 1997). Espen Sirnes undersøkelser strekker seg over en

lang periode, og er utarbeidet relativt nylig. På bakgrunn av disse undersøkelsene velger vi å sette MP til 5,4 %.

9.3 Beta

Betaen gjenspeiler den systematiske risikoen til en aksje og er i henhold til KVM en faktor som påvirker avkastningen. Betaen viser samvariasjonen mellom en aksje og børsindeksen, der betaen er lik 1 for børsen som helhet. En beta lik 1 sier at selskapet er helt korrelert med indeksen. Er betaen 2 svinger kursen til selskapet dobbelt så mye som børsen. En beta på 0,5 betyr at selskapets kurs svinger halvparten av hva børsen gjør.

Selskapsspesifikk beta kan utregnes ved regresjonsanalyse. Regresjonsanalysen burde inneholde minst 60 månedlige målinger hvor enkeltaksjens verdi måles mot en veldiversifisert portefølje. Aksjens betakoeffisient er her gitt ved helningen til regresjonslinjen (Bøhren og Michalsen 2010). Det vil si:

Vi har valgt denne fremgangsmåten for estimat av selskapsspesifikk beta.

Beregningen er gjort med bakgrunn i markedsdata for SalMar ASA(SALM.OL) og Oslo Børs (OSEBX). Vi har gått ut fra månedlige avkastninger over en fem års periode, fra mai 2007 til april 2012. I utgangspunktet burde aksjeverdiene justeres for kapitalhendelser og utbytte for å få en teoretisk sett mest korrekt utregning (Koller et. al. 2005). Dette var ganske lett å justere for SALM.OL, men en alt for stor oppgave for OSEBX. Vi begrenser oss derfor til ujusterte "close-verdier" for konsistens i resultatene. Vi har likevel lagt ved de justerte verdiene for SALM.OL til sammenligning (vedlegg 3).

Regresjonsmodellen og verdiene ligger i vedlegg 4. En beta på 0,674 tyder på relativt lav korrelasjon med markedet. Dersom børsindeksen øker med 1 %, vil SalMars kurs øke med 0,674 %. Dette tyder på at SalMar er et selskap med relativt lav systematisk risiko. Den lave betaen kan vi forklare med SalMars gode og stabile resultat hele perioden. Risikoen for tap derfor er lav. Forklaringsgraden på modellen er 32,8 %. Da beta forklarer aksjenes systematiske risiko, er 32,8 %

av risikoen er systematisk, og 67,2 % usystematisk. Til sammenligning er SalMars betaverdi på Oslo Børs beregnet til 0,9 per 30.12.2011.

For å få et bredere perspektiv kan man korrigere den selskapsspesifikke betaen med den gjennomsnittlige betaen til bransjen. Bedrifter i samme bransje vil ha tilnærmet lik operasjonell risiko som SalMar, og bør derfor ha samme betaverdi. Derfor burde et gjennomsnitt fra bransjen være et bedre estimat på betaverdien i fremtiden (Koller et al. 2005). I vedlegg 5 har vi tatt for oss betaverdiene fra de største aktørene på dagens marked. Vi har valgt å veie betaverdiene etter notert markedsverdi per 30.12.2012. De gjennomsnittlige betaverdiene for disse selskapene er beregnet til 0,895. Med andre ord fluktuerer bransjen for lakseoppdrett mindre enn børsen som helhet.

Vårt regresjonsresultat avviker noe fra den gjennomsnittlige bransjebetaen. Med bakgrunn i SWOT-matrisen i kapittel 6 forventer vi økt trussel fra eksterne hendelser i fremtiden. Vi antar derfor en systematisk risiko høyere enn 0,674. På bakgrunn av dette ser vi bort fra vårt regresjonsresultat, og anvender den gjennomsnittlige bransjebetaen i KVM.

Aksjene i markedet beveger seg over tid mot gjennomsnittet (American Finance Association 2011). Vi har derfor valgt en bayesiansk justering av betaen. Dette understrekes ved at vi ser på verdiutviklingen flerperiodisk.

— —

Etter justeringen er betaen på 0,9299 som vi vil benytte i beregningen av avkastningskravet.

9.4 Avkastningskrav til egenkapital

Egenkapitalkostnaden er et mål på forventet avkastning til eierne, og beregnes i kapitalverdimodellen (CAPM). Det forutsettes at investor er risikoavers og må kompenseres for risiko utover risikofri rente. Kompensasjonen er representert i markedspremien (Johnsen, 1997, 41). Modellen er en funksjon av risikofri rente (R_f), markedets risikopremie (MP) og selskapets systematiske risiko (β):

Markedets risikopremie er gitt ved differansen mellom markedets avkastningskrav og risikofri rente:

$$k_E = R_f + \beta_E \cdot \text{risikopremie}$$

Kapitalmodellverdien etter skatt beregnes ved å skattejustere den risikofrie renten med bakgrunn i det norske skattesystemet. Investorer skatter ikke på utbytte og kursgevinst, men mottaker skatter 28 % på renteinntektene. Vår skattefaktor blir dermed 28 % (Bøhren og Michalsen 2010, 254).

Dette gir følgende avkastningskrav til egenkapitalen:

9.5 Avkastningskrav til totalkapitalen

Neste steg er å beregne avkastningskravet til totalkapitalen. Dette måler det samlede, risikojusterte avkastningskravet fra eiere og kreditorer på den totale kapitalen. Totalkapitalkostnaden beregnes i WACC-formelen (Weighted Average Cost of Capital). Formelen beregner avkastningskravet fra et veid gjennomsnitt av gjelds- og egenkapitalkostnaden (Koller et. al. 2005, 322):

hvor w_{EK} og w_G er vektning av henholdsvis egenkapital og gjeld. Vektingen gjennomføres på følgende måte:

$$\frac{w_{EK} \cdot k_E + w_G \cdot k_G}{w_{EK} + w_G} \rightarrow k_{EK+G}$$

Rentebærende gjeld på verdsettelsestidspunkt er hentet fra årsregnskap for 2011. Markedsverdien er beregnet ved antall aksjer multiplisert med gjennomsnittlig aksjekurs for desember 2011. Snittkurs er brukt for å eliminere kortsiktige svingninger i aksjekursen. Det har blitt gjennomført en emisjon i løpet av 2012, men på grunn av verdsettelsestidspunkt er det irrelevant. På bakgrunn av Miller-Modigliani-hypotesen må vi forutsette at forholdet mellom EK og gjeld holdes

konstant i selskapet. Dette for å kunne benytte samme WACC over flere år, selv om det i praksis ikke være slik.

Når det kommer til SalMars gjeldskostnad har vi ikke funnet forutsetninger for å tallfeste denne i årsrapportene. V har valgt å ta utgangspunkt i rentekostnad dividert på rentebærende gjeld. Vi mener dette reflekterer en selskapsspesifikk rentekostnad, fremfor å bruke lånerenten mellom bankene (NIBOR) addert med et risikotillegg. Utregningen gir en gjeldskostnad på 4,2 % (Vedlegg 6). Dermed kan vi beregne totalkapitalkostnaden:

10.0 Verdsettelse av SalMar ASA

Verdsettelsen forutsetter konsistens i alle variabler. Derfor er følgende forhold gjeldende:

- Tidshorisonten er 5 år. År 0 er 2011.
- Avkastningskravet og nåverdien er etter skatt.
- Beløpene i kontantstrømanalysen og avkastningskravet er nominelt.
- Forholdet mellom gjeld og egenkapital er konstant.
- Alle økonomiske verdier er i NOK.

Fullstendig utregning med variabler og verdier kommer frem i vedlegg 7.

10.1 Estimering av kontantstrømmer

Salgsinntekter

Salgsinntekt er bestemt av lakseprisen og solgt mengde. Vi forutsetter at sløyd mengde er lik solgt mengde og multipliserer estimert laksepris med forventet sløyd mengde for å finne salgsinntekten. Vi har hentet data fra Fishpool som estimat for pris. Selv om lakseprisen kan svinge relativt mye i løpet av et år benytter vi gjennomsnittlige ettårige forwardpriser i beregningene.

År	2012	2013	2014	2015	2016
Laksepris	26,43	27,46	28	28,5	29,25

Tabell 6: Forventet laksepris (Fishpool 2012)

Vi har benyttet vekstestimer fra Nordeas Kolbjørn Giskeødegård som grunnlag for utvikling i sløyd mengde. Som vist i 3.1.2 har SalMar ledig kapasitet etter investeringen i InnovaMar. Vi forutsetter at selskapet er i stand til å øke produksjonen i takt med vekstestimatet.

I beregningen av driftsresultat er det en avvikspost i salgsinntektene. Årsaken er at sløyd mengde multiplisert med spotpris ikke ga riktig verdi tidligere år.

Økonomisjef i SalMar, Runar Sivertsen, ga oss informasjon om selskapets rutiner rundt kontraktsinngåelser og strategivalg vedrørende prisfluktuasjoner. SalMar har kontrakter knyttet til flytende og fast pris, og resterende mengde selges til spotpris. Lakseprisen er svært volatil, og avviket oppstår fordi selskapet forsøker å

selge mest mulig når spotprisen er høy. Vi løste dette ved å tillegge en margin beregnet ut fra gjennomsnittlig avvik på salgsinntekten i 2010 og 2011.

Andre driftsinntekter har vi valgt å sette lik null. De utgjør en marginal andel av de totale driftsinntektene, og vi har ikke noe grunnlag for å estimere utviklingen.

Varekostnad

Fra tabell 1 i kapittel 3.1.2, vet vi at fôr utgjør om lag 50 % av varekostnaden.

Varekostnader er nå dekomponert til fôr- og andre varekostnader. I kapittel 3.2.4 beskrives det at SalMar ikke kan påvirke innkjøpsprisene på fôr i særlig grad. I tillegg forutsetter vi at leverandørene ikke vil øke fôrprisene utover inflasjonsmålet på 2,5 %. Vi antar derfor at fôrkostnad vil utgjøre en konstant andel i prosent av salgsinntektene. Vi mener den resterende varekostnaden vil påvirkes av effektivitetsgevinster grunnet investeringen i InnovaMar (3.1.2).

Varekostnaden vil derfor synke prosentvis i forhold til salgsinntektene.

	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Salgsinntekt	3 512 126	3 905 270	4 061 338	4 216 540	4 414 051
Varekostnad	1 742 417	1 937 461	1 974 275	2 007 556	2 101 594
Forkostnad i % av SI	25 %	25 %	25 %	25 %	25 %
Forkostnad	864 385	961 144	999 554	1 037 751	1 086 362
Annen varekostnad i % av SI	25 %	25 %	24 %	23 %	23 %
Annen varekostnad	878 032	976 317	974 721	969 804	1 015 232

Tabell 7: Estimert varekostnad (vedlegg 6)

Lønnskostnad

For å estimere lønnskostnaden har vi beregnet forholdet mellom historisk lønnskostnad og sløyd mengde laks i kilo. Vi mener dette er en relevant sammenheng for å beregne videre utvikling fremfor å benytte salgsinntekter. Dette gjør at vi kan beregne lønnskostnadene uten påvirkning fra lakseprisens volatilitet. Med bakgrunn i kapittel 3.1.2 mener vi at den økte graden av automatisering vil redusere lønnskostnadene per produsert kilo laks.

	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Solgt mengde kilo	115 362 000	123 438 000	125 906 000	128 425 000	130 993 000
Lønnskostnad i % av kilo	0,37 %	0,37 %	0,36 %	0,36 %	0,35 %
Lønnskostnad	426 839	456 721	453 262	462 330	458 476

Tabell 8: Estimert lønnskostnad (vedlegg 6)

Avskrivning og nedskrivninger

SalMar avskriver alle sine eiendeler lineært. Alle varige driftsmidler som ikke skal benyttes etter byggingen av InnovaMar er fullstendig nedskrevet (SalMar 2012). Avskrivningene har økt i sammenheng med ekspansjon og vekst. Vi vet ikke når driftsmidlene blir ferdig avskrevet, og velger derfor å sette avskrivningene lik beløpet fra 2011. Dette stemmer overens med de beregninger for historisk avskrivningsrate (vedlegg 6). Vi forutsetter at nedskrivninger er lik beløpet i 2011. Disse postene er ikke kontantstrømelementer og må følgelig reverseres for å beregne FFCF.

Annen driftskostnad

Her beregnet vi utviklingen i annen driftskostnad ved hjelp av historiske regnskapstall (Vedlegg 7). Beregningen ga prosentandelen de andre driftskostnadene utgjorde av salgsinntektene. For å estimere fremtidige kostnader multipliserte vi beregnet andel med estimert salgsinntekt.

	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Salgsinntekt	3 512 126	3 905 270	4 061 339	4 216 540	4 414 051
Driftskost i % av salgsinntekt	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %
Andre driftskostnader	718 410	798 828	830 752	862 499	902 900

Tabell 9: Estimerte andre driftskostnader (vedlegg 6)

Merverdi av varelager ved oppkjøp

Merverdi av varelager ved oppkjøp er en post som kan bli benyttet dersom SalMar foretar oppkjøp i løpet av året. Den inneholder en justering av et eventuelt varelager som blir overtatt, fra bokført til virkelig verdi. Vi ønsker ikke å overvurdere verdien av selskapet og setter derfor posten lik null.

Verdijustering biomasse

Dette er en resultatpost hvor SalMar justerer verdien på varelageret til virkelig verdi. Denne posten utgjør forskjellen på verdien av laksen ved inngangen av året og utgangen av året. Verdien representerer ikke noen utbetaling. Derfor velger vi å motpostere denne i kontantstrømmen. I estimeringsperioden setter vi denne posten til null.

Tapskontrakter

Her inngår avsetning til tap på kontrakter. Posten har ikke blitt benyttet før i 2010, og verdien ble reversert i det påfølgende året i årsregnskapet. Dette er heller ingen strømningsstørrelse og vi setter verdien til null.

Særskilte biologiske hendelser

Posten inneholder hendelser knyttet til rømminger, utbrudd av lakselus og lignende. Vi har i kapittel 4.4 konkludert med at produksjonsvekst slår negativt ut på bekjempelsen av lakselus. Vi antar at det vil forekomme særskilte biologiske hendelser også fremover i tid. Det er umulig å estimere omfanget av slike hendelser. Vi normaliserer derfor posten ved å bruke en konstant verdi.

Endring kundefordringer (arbeidskapital):

Vi beregnet kundefordringer i prosent av salgsinntekten de siste årene for å finne en faktor som kan benyttes i estimering av fremtidige kundefordringer (Koller et. al. 2005, 244). Her forutsetter vi konstant kundekredittid i estimeringsperioden. Gjennomsnittlig utgjorde kundefordringene 11,2 % av salgsinntektene. Vi beregnet fremtidige kundefordringer ved å multiplisere denne faktoren med estimerte salgsinntekter. Deretter benytter vi endringen år til år i kontantstrømmen, der en økning i kundefordringer er negativt.

	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Salgsinntekter	3 512 039	3 905 173	4 061 237	4 216 435	4 413 941
Kundefordringer i % av SI	392 409	436 335	453 772	471 113	493 181
Kundefordringer	11 %	11 %	11 %	11 %	11 %
Endring kundefordringer	112 871	-43 926	-17 437	-17 341	-22 068

Tabell 10: Estimert endring kundefordringer (vedlegg 6)

Endring leverandørgjeld (arbeidskapital):

For å finne endringen i leverandørgjeld knyttet vi leverandørgjelden opp mot varekostnaden (Koller et. al. 2005, 243-244). Ved bruk av historiske data ble leverandørgjelden beregnet til å gjennomsnittlig utgjøre 20 % av varekostnaden. Vi forutsetter lik leverandørkredittid, og setter fremtidig leverandørgjeld lik 20 % av varekostnaden. Deretter benytter vi endringen år til år i kontantstrømmen, der en økning i leverandørgjeld er positivt.

	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Varekostnad	1 742 417	1 937 461	1 974 276	2 007 556	2 101 594
Leverandørgjeld	342 224	380 532	387 763	394 299	412 769
Lev. gjeld i % av varekostnad	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %
Endring leverandørgjeld	-70 578	38 308	7 231	6 536	18 470

Tabell 11: Estimert endring leverandørgjeld (vedlegg 6)

Endring varelager (arbeidskapital):

Estimeringen av varelageret knyttes opp mot varekostnaden (Koller et al 2005, 243-244). Våre beregninger viser at varelageret i gjennomsnitt utgjorde 107 % av varekostnaden. De fremtidige varelagerverdiene beregnet vi som varekostnad multiplisert med 107 %. Her benytter vi endringen år til år i kontantstrømmen, der en økning i varelager er negativt.

	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Varekostnad	1 742 417	1 937 461	1 974 276	2 007 556	2 101 594
Varelager	1 857 128	2 065 013	2 104 252	2 139 723	2 239 952
Varelager i % av varekostnad	107 %	107 %	107 %	107 %	107 %
Endring varelager	-208 404	-207 885	-39 239	-35 471	-100 229

Tabell 12: Estimert endring varelager (vedlegg 6)

Investeringer

For å kunne opprettholde aktivitetsnivået må SalMar reinvestere en sum hvert år. Denne har vi beregnet ved formelen for reinvesteringsrate (Stern 2005).

Vi beregnet en reinvesteringsrate på 40 %. I tillegg er bransjen preget av økt konsolidering(3.2.5), og SalMar ønsker videre vekst. Vi har beregnet gjennomsnittlig pris per konsesjon SalMar tidligere har anskaffet. Dette ble multiplisert med et normalisert antall oppkjøp konsesjoner. Summen av reinvesteringer og oppkjøp gir oss investeringsverdiene.

Skatt

Den nominelle bedriftsskattesatsen i Norge er 28 %. Skatten i FCFF-modellen skal gjenspeile utbetaling av skatt, og vi vet at dette ikke vil tilsvare 28 % i alle år. Skatt som ikke utbetales inneværende år blir utsatt til senere år. Den betales uansett på et senere tidspunkt. Dersom SalMar foretar oppkjøp av selskap med

negativt resultat, vil skatten til SalMar reduseres. Dette er ikke noe vi har mulighet til å estimere, så vi forutsetter at skatteutbetalingene til SalMar vil være 28 % av driftsresultat. Vi benytter en skattesats på 28 % med momentan utbetaling i vår verdsetting.

10.2 Verdsettelse

Basert på våre prognoser har vi kommet frem til kontantstrømmer og verdi per aksje som vist i tabell 13. Vi summerte først nåverdien av kontantstrømmene og terminalverdien. Deretter ble rentebærende gjeld fratrukket, for å beregne verdien av egenkapitalen.

Kontantstrøm fra drift	554 365	313 412	329 237	558 662	620 229	610 864
Investeringer	-501 900	-261 953	-287 392	-313 697	-337 196	-356 587
Free Cash Flow to Firm	52 465	51 459	41 845	244 966	283 033	254 277
Terminalverdi						9 559 291
Nåverdi av terminalverdi	7 433 148					
Nåverdi	8 212 192					
Rentebærende gjeld	2 703 751					
Verdi av egenkapital (Tkr)	5 508 441					
Verdi av egenkapital (kr)	5 508 440 973					
Antall aksjer per 31.12.2011	103 000 000					
Verdi per aksje	53,48					

Tabell 13: Kontantstrøm og beregning av nåverdi (vedlegg 6)

SalMars egenkapitalverdi er beregnet til ca. NOK 5,5 milliarder, noe som tilsvarer NOK 53,48 per aksje.

Terminalverdien utgjør ca. 90 % av den totale nåverdien. Dette skyldes i hovedsak en kort estimeringsperiode. Verdien blir derfor kraftig påvirket av den fremtidige vekstfaktoren i terminalverdien. Kontantstrømmene vil gradvis bedres når SalMar klarer å effektivisere driften, og utnytte investeringene optimalt. Det er mulig at en lengre estimeringsperiode ville gitt en lavere og mer realistisk aksjeverdi.

Derimot mener vi at vårt anslag er rimelig, da aksjekursen har vært opp mot NOK 70,- tidligere. Vi mener at selskapet er verdt mer enn det selskapsverdien i dag gjenspeiler.

11.0 Sensitivitetsanalyse

Vi velger å gjennomføre en sensitivitetsanalyse for å vise hvordan endring i enkelte parametere påvirker den estimerte aksjekursen. Dette gjør vi fordi størrelsene som bestemmer aksjekursen er estimert med mye usikkerhet involvert, og kan fort endres i fremtiden. Terminalverdien i vår verdsettelse utgjør en stor andel av totalverdien, og er derfor veldig avgjørende for estimert verdi. Derfor velger vi å sjekke sensitiviteten ved å endre verdier i det siste estimeringsåret. I dag er rentenivået veldig lavt, og dette kan endre seg fremover. I tillegg er det diskutabelt om oppdrettsbransjens gjennomsnittsbeta gjenspeiler virkelig risiko. Med andre ord er det ikke urimelig å anta at avkastningskravet kan endres. Det er vanskelig å vite hvor stor den evige vekstfaktoren vil være, og vi har derfor valgt å endre på denne i tillegg. Under har vi presentert en tabell som viser aksjekursen gitt en endring i avkastningskrav og vekstfaktor.

Terminalverdi	WACC					
	4,16 %	4,66 %	5,16 %	5,66 %	6,16 %	6,66 %
1 %	45,29	35,15	27,46	21,42	16,56	12,55
1,50 %	57,26	43,65	33,76	26,26	20,36	15,62
2 %	74,79	55,35	42,06	32,41	25,08	19,33
2,50 %	102,87	72,45	53,48	40,52	31,10	23,95
3 %	155,15	99,87	70,19	51,67	39,01	29,82
3,50 %	286,65	150,91	96,95	67,98	49,9	37,55

Tabell 14: Endring WACC og Terminalverdi (vedlegg x)

Tabellen viser at aksjekursen er meget sensitiv ovenfor endring i avkastningskravet, og den evige vekstfaktoren. En endring på 0,5 % i avkastningskravet gir en endring på minimum 28 % i aksjekurs. Endrer vi terminalverdien med 0,5 %, endres aksjeverdien med minimum 18 %. En annen faktor vi har valgt å kjøre en sensitivitetsanalyse på er lakseprisen. Dette har vi valgt å gjøre på bakgrunn i tidligere funn som viser at lakseprisen er relativt avgjørende for lønnsomheten. SalMar som selskap er en solid organisasjon med gode driftsrutiner, og påfølgende god kostnadskontroll. De stabile kostnadene i SalMar gjør at resultatet i stor grad avhenger av inntektene.

Endring i pris	Pris	Aksjekurs
-15 %	24,86	9,97
-10 %	26,33	24,54
-5 %	27,79	39,01
0	29,25	53,48
5 %	30,71	67,95
10 %	32,18	82,52
15 %	33,64	96,99

Tabell 15

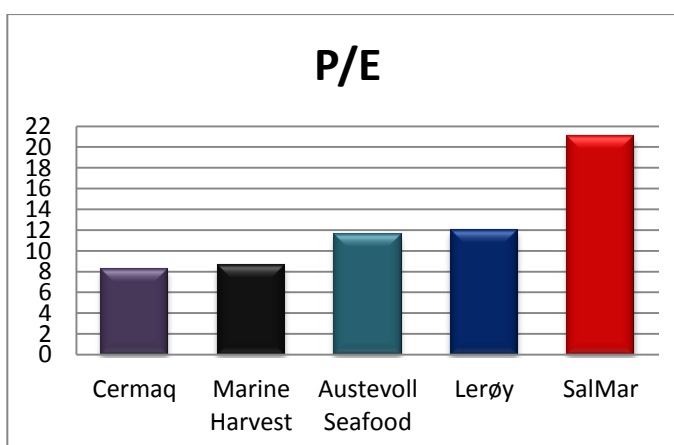
Slik vi ser av analysen er aksjekursen veldig avhengig av lakseprisen, da aksjekursen varierer mye som følge av mindre prisendringer. Dette bekrefter vår antagelse om at lakseprisen er en veldig avgjørende faktor for verdsettingen. Det vi kan konkludere med fra sensitivitetsanalysen er at relativt små endringer i estimerte verdier vil ha stor påvirkning på resultatet vårt. Dette gjør verdsettingen vår sårbar, da fremtidige verdier vil kunne avvike fra våre estimater.

12.0 Multiplikatoranalyse

Til slutt utfører vi en multiplikatoranalyse. Poenget med denne analysen, er hovedsakelig å kvalitetssikre funnene fra kapittel 10. I utgangspunktet anbefaler faglitteratur å estimere fremtidige multipler (Koller et. al. 2005), men vi må begrense oss til regnskapstall fra 2011. Å benytte historiske tall er den mest utbredte praksisen, og vi mener derfor at det vil gi et tilfredsstillende resultat (Koller et. al. 2005, 366). Vi velger her å sammenligne funn fra metodene P/E, EV/EBITDA og EV/SALES (forklart i 8.4). P/E er den mest brukte metoden i praksis, og blir derfor et naturlig valg. Grunnen til at vi velger å se på de to EV-metodene, er ønsket om å se sammenhenger når kapitalstrukturen er tatt hensyn til.

12.1 P/E

Den vanligste fremgangsmåten for å bestemme P/E er å beregne et gjennomsnitt fra sammenlignbare selskap i samme bransje. Dette har sine negative sider, da det er vanskelig å finne selskap med lik struktur og vekstrate (Damodaran 2012). Ut i fra figur 19 kan det se ut som om SalMars aksjer er overvurdert i forhold til bransjen. Bransjegjennomsnittet er beregnet ut i fra selskapenes markedsverdi. Det ga oss en gjennomsnittlig P/E på 10,86, og en estimert verdi per aksje på kroner 45,65,- for SalMar (Vedlegg 8).

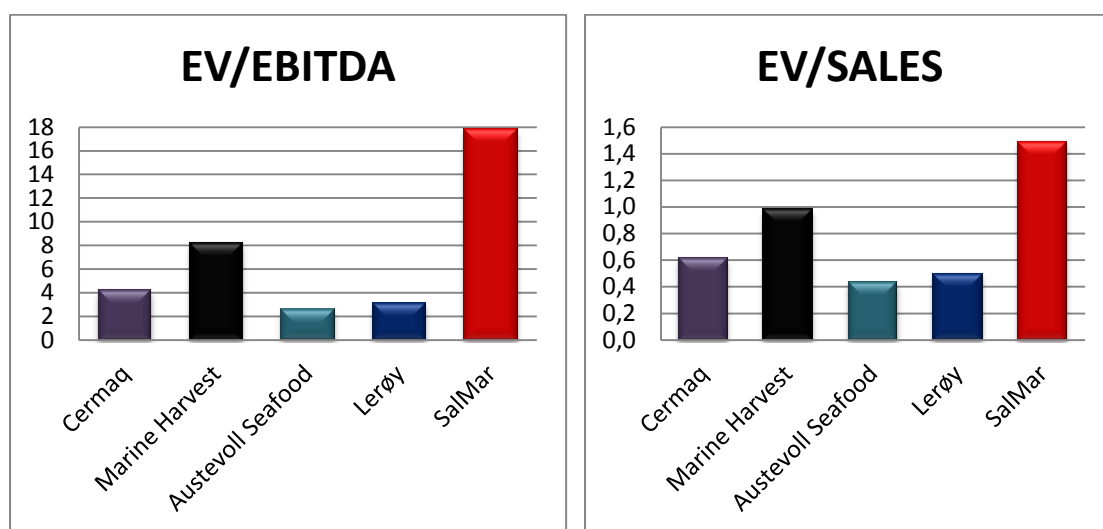


Figur 19: Forskjeller i P/E mellom selskap i oppdrettsnæringen (Se vedlegg for tall og kilder)

12.2 EV/EBITDA og EV/SALES

EV-metodene tar som sagt hensyn til selskapenes kapitalstruktur. Fordelen med EV/EBITDA fremfor EV/SALES er at kostnadsstrukturen også blir hensyntatt.

Ulempen er at det blir hensyntatt selskaps-spesifikke vurderinger lengre ned i regnskapet. EV/SALES er uten regnskapsmessige vurderinger, og sammenligningen blir i utgangspunktet bedre. Problemet med EV/SALES er at den ikke tar hensyn til at enkelte selskap kan være mer kostnadseffektive enn andre. Figur 20 forsterker inntrykket om at SalMar virker overpriset i forhold til bransjen. Det veide bransjegjennomsnittet for EV/EBITDA er 6,62, og gir en verdi per aksje på kroner 20,61. For EV/SALES er det veide bransjegjennomsnittet 0,79, og det gir en verdi per aksje på kroner 29,31,- (Vedlegg 8)



Figur 20: Forskjeller i EV/EBITDA og EV/SALES mellom selskap i oppdrettsbransjen (Se vedlegg for tall og kilder)

12.3 Oppsummering

Til slutt velger vi å ta et aritmetisk gjennomsnitt av disse tre metodene. Det gir en verdi per aksje på NOK 31,86,-. Dette estimatet ligger ikke langt fra aksjekursen som var notert den 31.12.2012, på NOK 30,- per aksje. Multiplikatoranalysen gir et stort sprang i estimatene, fra kroner 20,61,- per aksje til kroner 45,61,- per aksje. Vi velger å ikke vektlegge disse tallene i for stor grad, da 2011 har vært et svakt år resultatmessig for SalMar. Vi mener at 2011 ikke er representativt for fremtidig verdiskapning, og vektlegger heller FCFF-metoden fra kapittel 10. Likevel er analysen en god pekepinn på hva aksjen er verdt.

13.0 Konklusjon

Hovedformålet med oppgaven var å verdsette det børsnoterte selskapet SalMar ASA. Verdsettelsen bygger på selskapets regnskapstall, offentlig informasjon, historiske analyser og antatte fremtidsutsikter.

Problemstillingen for analysen var:

Hva er verdien av én aksje i SalMar ASA per 31.12.2011?

Oppgaven har vist at oppdrett er en syklisk næring. SalMars inntekter avhenger i stor grad av den volatile lakseprisen, og inntektene vil derfor være varierende. SalMar har et teknologisk fortrinn i InnovaMar, som vil bidra til effektivisering og kostnadsminimering over tid.

SalMar har hatt lav risiko i sin verdiskapning historisk, men økende bestander av lakselus og rømmingsfarer setter spørsmålsteget rundt fremtidig risiko. Som eksportør knytter det seg i tillegg risiko til hvordan kjøpekraften i Europa blir rundt eurokrisen.

SalMar har opplevd høy vekst siden børsnoteringen i 2007. Selv om selskapet leverte et svakt resultat i 2011, ser vi ingen grunn til at SalMars verdiskapning ikke skal kunne fortsette. Våre modeller anslår en verdi mellom NOK 20,61 og 53,48 per aksje. Vi mener FCFF-metoden anslår fremtidig verdiskapning for SalMar på best måte.

Basert på våre forutsetninger, estimat og beregninger er verdien av én aksje i SalMar ASA, NOK 53,48,- per 31.12.2011. Vi anbefaler derfor kjøp av SalMar aksjen.

14.0 Svakheter ved oppgaven.

Denne oppgaven er skrevet fra et eksternt ståsted. Dette er en svakhet da vi ikke har mulighet til å undersøke interne aktiviteter i bedriften. Vår interne analyse blir mangelfull, da all informasjon om selskapet er hentet fra selskapets hjemmeside, års- og kvartalsrapporter, samt eksterne kilder. SalMar er som nevnt børsnotert. Det er med andre ord ikke å oppdrive mer informasjon enn det allmennheten allerede sitter på.

Verdsettelse betegnes ofte som en kunst fremfor vitenskap. Dette understrekes av at den er bygd på historiske resultater, usikre prognoser og mye skjønn. Vi har etter beste evne forsøkt å anvende prognosene fra makroanalysen og den strategiske analysen, men har likevel måttet ta en rekke forutsetninger. Forutsetningene er nøye gjennomtenkt og rimelige, men ingen kan spå fremtiden med sikkerhet. Spesielt lakseprisen er her et uromoment. Vi har fått bistand fra analytikere, men også de bommer ofte i sine prognoser. Med bakgrunn i SalMars årsrapport 2011 har vi forutsatt at SalMar vil få effektivitets- og kvalitative fortrinn ved innføringen av InnovaMar. Det er på ingen måte sikkert at de klarer å utnytte anlegget sitt optimalt i prognoseperioden.

Dagens lave rente på statsobligasjoner og lav systematisk risiko gir et avkastningskrav vi betrakter som forholdsvis lavt. Betaen er estimert på bakgrunn av historiske tall, og gjenspeiler i så måte ikke fremtiden.. Vi har også forutsatt konstant kapitalstruktur. I realiteten vil antakeligvis kapitalstrukturen i selskapet endre seg i prognoseperioden. Alt dette medfører at avkastningskravet burde blitt endret fra år til år.

Estimeringsperioden er en svakhet ved oppgaven. Dette kan vi slå fast da terminalverdien utgjør en så stor del av sum nåverdi. Vekstfaktoren blir derfor også en kritisk del av verdien til SalMar. Vi har forutsatt at vekstfaktoren til terminalverdien blir lik inflasjonsmålet på 2,5 %. Dette er et usikkert element som i stor grad påvirker den endelige nåverdien . Eurokrisen og et marked i sterk vekst gjør det vanskelig å ta antagelser om avkastningskravet og vekstfaktoren.

Vår endelige verdi per aksje på NOK 53,48,- er en veldig usikker størrelse, og må ikke betraktes som en universell sannhet. Den er beregnet med våre forutsetninger og estimat med de konsekvenser det måtte medføre. Usikkerheten er bevist i sensitivitetsanalysen, og en liten endring i variablene kan få stor konsekvens for den endelige verdien.

15.0 Referanseliste

ACIA. 2004. "Konsekvenser av klimaendringer i Arktis". Hentet 18. mai. 2012.
<http://acia.npolar.no/litteratur/konsekvenser-av-klimaendringer-i-arktis>

American Finance Association. 2011. "Betas and their Regression Tendencies".
Hentet 30. April. 2012.
http://www.stat.ucla.edu/~nchristo/statistics_c183_c283/blume_betas.pdf
http://www.stat.ucla.edu/~nchristo/statistics_c183_c283/blume_betas.pdf

Asche, Frank og Ragnar Tveterås. 2011. "En kunnskapsbasert sjømatnæring". Oslo: Handelshøyskolen BI: 37
[http://web.bi.no/forskning/papers.nsf/0/7eeb9a1b68820278c125790300427fea/\\$FILE/2011-08-Asche&Tveteras.pdf](http://web.bi.no/forskning/papers.nsf/0/7eeb9a1b68820278c125790300427fea/$FILE/2011-08-Asche&Tveteras.pdf)

Austevoll Seafood. 2012. "Austevoll Seafood". Hentet 23. april. 2012.
<http://www.auss.no/>

Cermaq. 2012. "Cermaq". Hentet 22. april 2012.
<http://www.cermaq.com/portal/wps/wcm/connect/cermaqno/home/homepage>

Damodaran, Aswath. 2012. "Price Earnings Ratio". Hentet 29 april. 2012.
<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/pe.pdf>

Damodaran, Aswath. 2012. Relative Valuation and Private Company Valuation.
Hentet 29. april 2012.
<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/ovhds/inv2E/relval.pdf>

Damodaran, Aswath. 2001. *The Dark Side of Valuation*. 1th. Ed. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.

E24. 2011. "Chile tilbake for fullt i 2013". Hentet 15. mai 2012.

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/ud/tema/handelspolitikk/wto/laksesaken/lakseeksport.html?id=490866>

Fish Pool 2012. Fish pool forward prices. Hentet 5. mai. 2012.

<http://fishpool.eu/iframe.aspx?iframe=forwardone.asp&pageId=45>

Fish Pool 2012. Weekly, Monthly and Annual average. Hentet 3. mai. 2012.

<http://fishpool.eu/iframe.aspx?iframe=fpbackoffice/pricedetails.aspx&pageId=53>

Fiskeribladet Fiskaren. 2011. "Laksepris". Hentet 1. mai 2012.

<http://www.umb.no/statisk/ior/fornuftvsmodeller.pdf>

Fiskeridirektoratet. 2011. "Lønnsomhetsundersøkelse for matfiskproduksjon". Hentet 6. mai 2012.

<http://www.fiskeridir.no/statistikk/akvakultur/statistiske-publikasjoner/loennsomhetsundersokelser-laks-og-regnbueoerret/loennsomhet-matfisk-laks-og-regnbueoerret>

Fiskeri- og kystdepartementet. 2004. "Laksetildelingsforskriften". Oslo: Fiskeri- og kystdepartementet. Hentet 20. apr. 2012.

<http://www.regjeringen.no/nb/dokumentarkiv/Ryddemappe/odin/norsk/dok/regelverk/lover/forskrift-om-tildeling-endring-og-bortfa-2.html?id=423996>

Forskning. 2010. "Vil lage mer sofistikert laks". Hentet 15. mai 2012.

<http://www.forskning.no/artikler/2010/november/271054>

Grieg Seafood Group. 2012. "Grieg Seafood". Hentet 20. april. 2012.

<http://www.griegseafood.no/>

Harvard business review. 2008. "The Five Competitive Forces That Shape Strategy". Hentet 20. mai 2012. <http://hbr.org/2008/01/the-five-competitive-forces-that-shape-strategy/ar/1>

Havforskningsinstituttet. 2011. "Lakselus". Hentet 13. mai. 2012.

<http://www.imr.no/temasider/parasitter/lus/lakselus/90680/nb-no>

Havforskningsinstituttet. 2011. "Lakseoppdrett". Hentet 15. Mai. 2012.

http://www.imr.no/temasider/akvakultur/lakseoppdrett/laks_i_oppdrett/nb-no

Havforskningsinstituttet. 2010. *Risikovurdering–miljøvirkninger av Norsk fiskeoppdrett*. Fisken og havet, særnummer 3. Bergen:

Havforskningsinstituttet. Hentet 15. mai 2012.

http://www.imr.no/filarkiv/2011/01/sernr_3_2010_lav.pdf/nb-no

Hegnar. 2012. "Vi frykter ikke opptrapping fra Russland". Hentet 18. mai. 2012.

<http://www.hegnar.no/bors/article692943.ece>

International monetary fund. 2012. "World economic outlook update:

Global recovery stalls, downside risks intensify". Hentet 25. Mai 2012.

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/update/01/pdf/0112.pdf>

International monetary fund. 2011. "World economic outlook database".

Hentet 10. mai. 2012. http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/02/weo_data/index.aspx

Kontali Analyse. 2011. "Arealavgift for oppdrettsaktiviteter". Hentet 19. mai.

2012. http://kystnettverk.no/files/2011/03/rapport_kontali_analyse.pdf

Kotler, Philip og Kevin Lane Keller. 2009. *Marketing Management*. 13th. Ed.

Upper Saddle River, N.J: Pearson Prentice Hall.

Kristoffersen, Trond. 2012. *Årsregnskapet: en grunnleggende innføring*. 3. utg.

Bergen: Fagbokforl.

Laks.no. 2011. "En næring I rask teknologisk utvikling". Hentet 14. mai 2012.

<http://www.laks.no/Informasjon/Artikler/En-naring-i-rask-teknologisk-utvikling/>

Lerøy Seafood Group. 2012. "Lerøy". Hentet 25. april. 2012.

<http://www.leroy.no/>

Lovdata. 2012. Delegering av myndighet til Mattilsynet etter matloven. Hentet

15. mai. 2012. <http://www.lovdata.no/cgi-wift/ldles?doc=/sf/sf/sf-20040505-0884.html>

Lovdata. 2012. "Fiskeeksportloven". Hentet 15.mai. 2012.

<http://www.lovdata.no/cgiwift/wiftldles?doc=/app/gratis/www/docroot/all/nl-19900427-009.html&emne=eksport>

Lovdata. 2012. "Forskrift om samordnet innkreving av avgift på fiskeeksport".

Hentet 15.mai. 2012. <http://www.lovdata.no/for/sf/fi/ti-20001213-1253-0.html>

Lovdata. 2012. "Laksetildelingsforskriften". Hentet 16. mai.2012.

<http://www.lovdata.no/for/sf/fi/xi-20041222-1798.html#1>

Lovdata. 2012. "NYTEK-forskriften". Hentet 15. mai 2012.

<http://www.lovdata.no/for/sf/fi/fi-20110816-0849.html>

Løwendahl, Bente og Fred Wenstøp. 2011. *Grunnbok i strategi*. 3. utgave.

Oslo: Cappelen akademisk

Marine harvest. 2012. "Marine Harvest". Hentet 20. mai. 2012.

<http://marineharvest.com/>

Mattilsynet. 2012. "Fisk". Hentet 16. mai. 2012. <http://www.mattilsynet.no/fisk>

Morpol. 2012. "Morpol". Hentet 26. april. 2012. <http://morpol.com/>

Nordea. 2012. "Seafood market update". Hentet 22. april. 2012.

<https://docs.google.com/file/d/0B6Y6jJd-lu0SdnNDQjZ4eVI0OUU/edit?pli=1>

Norges Bank. 2012. "Inflasjon". Hentet 4. april. 2012.

<http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/inflasjon/>

Norges Bank. 2012. Rentestatistikk – Obligasjoner. Hentet 19. mai. 2012.

<http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/>

Norges Bank. 2012. "Styringsrenten". Hentet 4. april. 2012.

<http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentemoter/styringsrenten/>

Norges Bank. 2012. "Valutakurser". Hentet 4. april. 2012.

<http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/valutakurser/>

Norges Sjømatråd. 2010-2012. "Laks og ørret 2010-2012". Hentet 18.mai. 2012

<http://www.seafood.no/Markedsfoering/Markedsplaner>

Norges Sjømatråd 2012. EUs tolltariff for sjømat. Hentet 5.mai. 2012.

<http://www.seafood.no/Markedsinformasjon/Markedsadgang/Toll/EUs-tolltariff-for-sjoemat-2012>

Nornes Securities. 2011. Prisdannelser i markedet. Hentet 25. april. 2012.

<http://www.umb.no/statisk/ior/fornuftvsmodeller.pdf>

NRK. 2012. Høye laksepriser skremmer kjøpere. Hentet 19. april. 2012.

<http://www.nrk.no/nyheter/distrikt/nordland/1.7559264>

Regjeringen. 2012. "Bærekraftig havbruk". Hentet 13. mar. 2012.

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fkd/samlesider/barekraftig-havbruk.html?id=612469>

-
- Regjeringen. 2007. "Markedets risikopremie". Hentet 22. mai. 2012.
<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/nouer/1997/nou-1997-27/10/7.html?id=347291>
- Regjeringen. 2012. "Oppdrettsnæringen i Norge". Hentet 14. mai 2012.
<http://www.regjeringen.no/nb/dep/ud/tema/handelspolitikk/wto/laksesaken/lakseeksport.html?id=490866>
- Regjeringen. 2012. "Utviklingen i norsk fiskeri- og havbruksnæring". Hentet 13. mai. 2012. <http://www.regjeringen.no/nb/dep/ud/dok/nouer/2012/nou-2012-2/22/4/6.html?id=669761>
- SalMar. 2012. "SalMar". Hentet 10. mars. 2012. <http://salmar.no/>
- SalMar. 2007-2011. "Årsrapport 2011". Hentet 10. mars. 2012.
<http://salmar.no/Investor/Rapporter/Årsrapporter>
- Seafood. 2011. "Norsk eksport av sjømat i 2011". Hentet 30. mars. 2012.
<http://seafood.no/Nyheter-og-media/Noekkeltall>
- Sirnes, Espen. Risikopremien for Oslo Børs 1915 – 2009. Hentet 3.mai. 2012.
<http://espensirnes.blogspot.no/2010/05/risikopremien-for-oslo-brs-1915-2009.html>
- Statistisk Sentralbyrå. 2011. "Fiskeri og havbruk". Hentet 13. mai. 2012.
http://www.ssb.no/fiskeri_havbruk/
- Statistisk Sentralbyrå. 2011. Ingen Nobel-effekt foreløpig. Hentet 18. mai. 2012.
<http://www.ssb.no/magasinet/analyse/art-2011-09-06-01.html>
- Statistisk sentralbyrå. 2011. "Utvikling i konsesjoner". Hentet 20. apr. 2012.
<http://www.ssb.no/emner/10/05/fiskeoppdrett/tab-2011-12-01-03.html>
- Steigum, Erling. 2011. *Moderne makroøkonomi*. 9. utgave. Oslo: Gyldendal akademisk
-

Teknologirådet. 2012. "Fremtidens lakseoppdrett". Hentet 13. mai 2012.

<http://www.teknologiradet.no/default.aspx?m=360>

Telcage. 2011. "Ca.se study: SalMar ASA". Hentet 15. mai 2012.

http://telca.ge.com/server/aktuelt/ca.se_study_salmar/telca.ge_ca.sestudy_salmarasa.pdf

Tveterås, Ragnar og Frank Asche. 2011. *En kunnskapsbasert fiskeri og havbruksnæring*. Et kunnskapsbasert Norge: Rapport 8. Stavanger: Universitetet i Stavanger.

http://www.regjeringen.no/upload/FKD/Vedlegg/Rapporter/2011/EKN_Rapport_Sjomatnaringen.pdf

Veterinærinstituttet. 2011. "Fakta om: Infeksiøs lakseanemi (ILA)". Hentet 13. mai 2012. <http://www.vetinst.no/Faktabank/Alle-faktaark/Infeksioes-lakseanemi-ILA>

WEO. 2012. "Global recovery stalls". Hentet 1. april.2012.

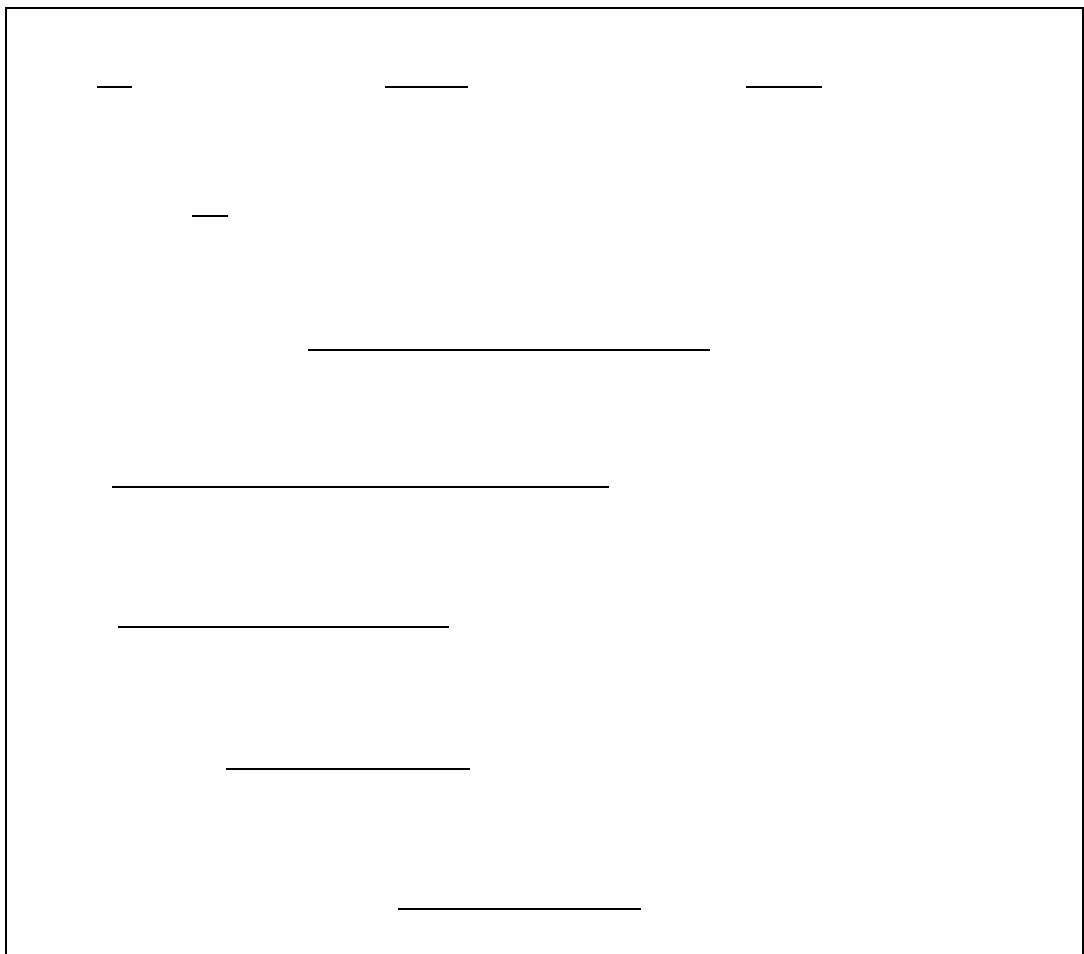
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/update/01/pdf/0112.pdf>

World Inflation Data. "Harmonised inflation Europe 2011". Hentet 4. april. 2012.

<http://www.inflation.eu/inflation-rates/europe/historic-inflation/hicp-inflation-europe-2011.aspx>

Vedlegg**Vedlegg 1: Standardavvik på estimert BNP**

Land	Standardavvik BNP
Russland	3,79
Frankrike	1,38
Danmark	1,99
Polen	1,53
Japan	2,29
Kina	1,50
Storbritannia	1,94
Sverige	2,50
Tyskland	2,07
Portugal	2,35
Gjennomsnitt	2,13

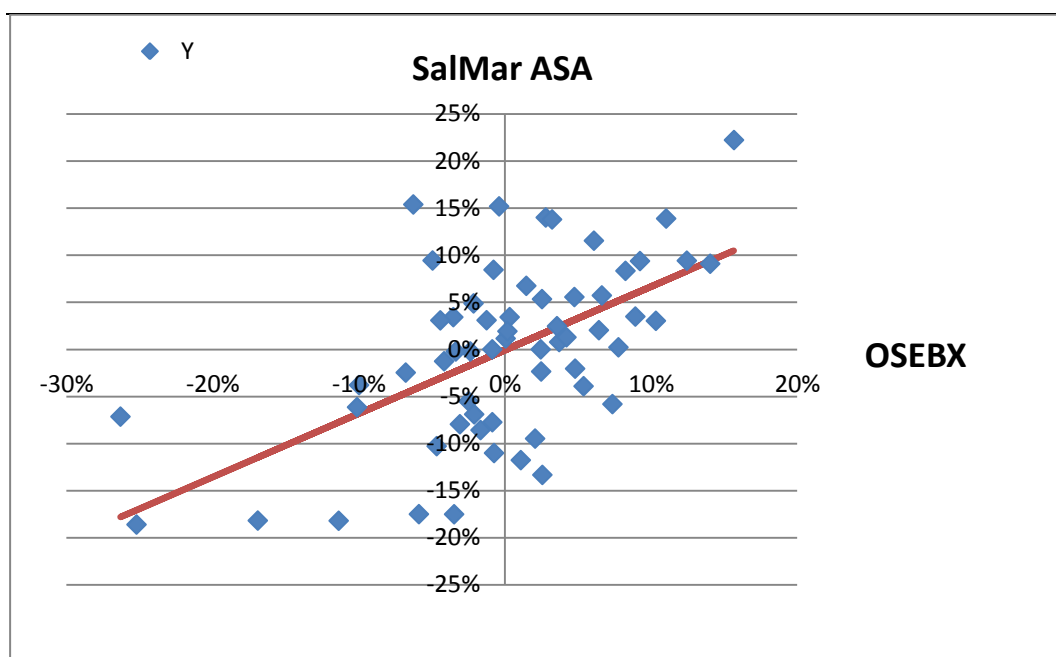
Vedlegg 2: Formler brukt i regnskapsanalysen (Kristoffersen 2012).



Vedlegg 3: SalMars aksjeverdier og avkastning for utregning av beta (Yahoo Finance 2012).

Dato	Close	Close Justert	Avkastning	Close	Avkastning
30. april 2012	30	30		421,21	
30. mars 2012	29,1	29,1	3,09 %	426,61	-1,266 %
29. februar 2012	32,7	32,7	-11,01 %	429,85	-0,754 %
30. januar 2012	31,6	31,6	3,48 %	394,67	8,914 %
30. desember 2011	30	30	5,33 %	384,95	2,525 %
30. november 2011	34	34	-11,76 %	380,85	1,077 %
31. oktober 2011	34	34	0,00 %	384,22	-0,877 %
30. september 2011	33	33	3,03 %	348,28	10,319 %
30. august 2011	40	40	-17,50 %	370,1	-5,896 %
29. juli 2011	48,9	48,9	-18,20 %	417,65	-11,385 %
30. juni 2011	53	53	-7,74 %	421,33	-0,873 %
30. mai 2011	64,25	60,23	-17,51 %	436,55	-3,486 %
29. april 2011	68	63,75	-5,51 %	447,74	-2,499 %
30. mars 2011	65,75	61,64	3,42 %	446,34	0,314 %
28. februar 2011	65	60,94	1,15 %	446,16	0,040 %
31. januar 2011	64,5	60,47	0,78 %	430,24	3,700 %
30. desember 2010	61,5	57,66	4,88 %	439,72	-2,156 %
30. november 2010	54	50,62	13,89 %	396,07	11,021 %
29. oktober 2010	58	54,38	-6,90 %	404,62	-2,113 %
30. september 2010	52	48,75	11,54 %	381,43	6,080 %
30. august 2010	48	45	8,33 %	352,4	8,238 %
30. juli 2010	52,5	49,22	-8,57 %	358,41	-1,677 %
30. juni 2010	48	45	9,38 %	328,12	9,231 %
31. mai 2010	53,5	48,19	-10,28 %	344,23	-4,680 %
30. april 2010	57	51,34	-6,14 %	383,02	-10,127 %
30. mars 2010	50	45,03	14,00 %	372,65	2,783 %
1. mars 2010	48,8	43,95	2,46 %	359,87	3,551 %
29. januar 2010	45	40,53	8,44 %	362,73	-0,788 %
30. desember 2009	45,1	40,62	-0,22 %	371,56	-2,376 %
30. november 2009	44,2	39,81	2,04 %	349,15	6,418 %
30. oktober 2009	46	41,43	-3,91 %	331,35	5,372 %
30. september 2009	46	41,43	0,00 %	323,46	2,439 %
31. august 2009	45,9	41,34	0,22 %	300,18	7,755 %
30. juli 2009	43	38,73	6,74 %	295,88	1,453 %
30. juni 2009	43,9	39,54	-2,05 %	282,35	4,792 %
29. mai 2009	44	39,63	-0,23 %	292,2	-3,371 %
30. april 2009	36	32,11	22,22 %	252,63	15,663 %
30. mars 2009	33	29,43	9,09 %	221,54	14,034 %
27. februar 2009	29	25,86	13,79 %	214,64	3,215 %
30. januar 2009	26,5	23,63	9,43 %	225,84	-4,959 %
30. desember 2008	26	23,19	1,92 %	225,48	0,160 %
28. november 2008	30	26,76	-13,33 %	219,87	2,552 %
30. oktober 2008	26	23,19	15,38 %	234,6	-6,279 %
30. september 2008	28	24,97	-7,14 %	318,38	-26,314 %
29. august 2008	34,4	30,68	-18,60 %	425,73	-25,216 %
30. juli 2008	38	33,89	-9,47 %	417,16	2,054 %
30. juni 2008	39,5	35,23	-3,80 %	463,45	-9,988 %
30. mai 2008	40,5	36,12	-2,47 %	497,25	-6,797 %
30. april 2008	43	37,36	-5,81 %	463,22	7,346 %
31. mars 2008	39,3	34,15	9,41 %	411,99	12,435 %
29. februar 2008	38	33,02	3,42 %	427,11	-3,540 %
30. januar 2008	36	31,28	5,56 %	407,77	4,743 %
28. desember 2007	44	38,23	-18,18 %	490,81	-16,919 %
30. november 2007	38,2	33,19	15,18 %	492,83	-0,410 %
30. oktober 2007	41,5	36,06	-7,95 %	508,54	-3,089 %
28. september 2007	42,5	36,93	-2,35 %	496,29	2,468 %
30. august 2007	40,2	34,93	5,72 %	465,47	6,621 %
30. juli 2007	39	33,89	3,08 %	487,04	-4,429 %
29. juni 2007	39,5	34,32	-1,27 %	508,24	-4,171 %
30. mai 2007	39	33,89	1,28 %	487,75	4,201 %

Vedlegg 4: Regresjonsanalyse Beta (Yahoo Finance 2012)



<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,57309589
R Square	0,3284389
Adjusted R Square	0,31665713
Standard Error	0,07753702
Observations	59
<i>Coefficients</i>	
Intercept	-0,00061684
X Variable 1	0,67427971

Vedlegg 5: Bransjegjennomsnitt Beta (Austevoll, Cermaq, Grieg, Lerøy, Marine Harvest, Morpol 2012)

	Beta	Markedsverdi	%
Austevoll Seafood	0,92	7,59	0,18197075
Cermaq	1,1	7,55	0,18101175
Grieg Seafood	1,04	1,93	0,04627188
Lerøy	0,61	6,18	0,14816591
Marine harvest	0,98	15,73	0,37712779
Morpol	0,31	2,73	0,06545193
Uveid gjennomsnitt eks. salmar	0,82666667		
Veid gjennomsnitt	0,8949053		

Vedlegg 6: Beregning av gjeldskostnad

Gjeldskostnad	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Rentekostnader	18 671	21 789	47 104	72 178	32 078	49 597	98 791
Rentebærende gjeld		771 810	853 049	1 007 934	932 214	1 920 605	2 703 751
Rente på gjeld		2,82 %	5,52 %	7,16 %	3,44 %	2,58 %	3,65 %
Gj.snittlig rente	4,20 %						

Vedlegg 7: Kontantstrømanalyse

Kontantstrømsanalyse

Variabler						
Inflasjon	2,50 %					
WACC	5,16 %					
Egenkapitalkostnad	8 %					
Skatt	28 %					
Avvik	15 %					
Reinvesteringsrate	40 %					

Årstall	2011	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
År	0	1	2	3	4	5
Salgsinntekt	3 795 746	3 512 126	3 905 270	4 061 338	4 216 540	4 414 051
Laksepris Årsgjennomsnitt	31,99	26,43	27,46	28,00	28,50	29,25
Solgt mengde	103 930	115 362	123 438	125 906	128 425	130 993
Inntekt sum	3 324 721	3 048 645	3 389 907	3 525 380	3 660 099	3 831 546
Avvik	471 025	463 481	515 363	535 959	556 440	582 505
Andre driftsinntekter	33 299					
Sum Driftsinntekter	3 829 045	3 512 126	3 905 270	4 061 338	4 216 540	4 414 051
Varekostnad	1 977 268	1 742 417	1 937 461	1 974 275	2 007 556	2 101 594
Lønnskostnad	391 745	426 839	456 721	453 262	462 330	458 476
Variable kostnader	2 369 013	2 169 256	2 394 182	2 427 537	2 469 886	2 560 069
Avskrivning	132 000	132 000	132 000	132 000	132 000	132 000
Nedskrivning	543	543	543	543	543	543
Annen driftskostnad	705 891	718 410	798 828	830 752	862 499	902 900
Faste kostnader	838 434	850 953	931 371	963 295	995 042	1 035 443
Merverdi varelager oppkjøp	20 259					
Justeringer	20 259	0	0	0	0	0
Sum Driftskostnad	-3 227 706	-3 020 209	-3 325 553	-3 390 832	-3 464 927	-3 595 512
Operasjonelt Driftsresultat	601 339	491 917	579 717	670 506	751 612	818 539
Verdijustering biomasse	-356 693					
Tapskontrakter	3 635					
Særskilte biologiske hendelser	-60 070	-10 000	-10 000	-10 000	-10 000	-10 000
Driftsresultat (EBIT)	188 211	481 917	569 717	660 506	741 612	808 539
Skatt(s)	-146 817	-134 937	-159 521	-184 942	-207 651	-226 391
EBIT (1-s)	41 394	346 980	410 196	475 564	533 961	582 148
Verdijustering biomasse	356 693					
Tapskontrakter	-3 635					
Avskrivning	132 000	132 000	132 000	132 000	132 000	132 000
Nedskrivning	543	543	543	543	543	543
Endring Arbeidskapital	27 370	-166 112	-213 502	-49 445	-46 275	-103 827
Δ Varelager	61 183	-208 404	-207 885	-39 239	-35 471	-100 229
Δ Leverandørgjeld	61 760	-70 578	38 308	7 231	6 536	18 470
Δ Kundefordringer	-95 573	112 871	-43 926	-17 437	-17 341	-22 068
Kontantstrøm fra drift	554 365	313 412	329 237	558 662	620 229	610 864
Investeringer	-501 900	-261 953	-287 392	-313 697	-337 196	-356 587
Free Cash Flow to Firm	52 465	51 459	41 845	244 966	283 033	254 277
Terminalverdi						9 559 291
Nåverdi av terminalverdi	7 433 148					
Nåverdi	8 212 192					
Rentebærende gjeld	2 703 751					
Verdi av egenkapital (Tkr)	5 508 441					
Verdi av egenkapital (kr)	5 508 440 973					
Antall aksjer per 31.12.2011	103000000					
Verdi per aksje	53,48					

Vedlegg 8: Beregninger tilknyttet estimater

Volumestimat

Produsert mengde(Ttonn)	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e	2015e
Norge	741	855	935	1003	1130	1198	1222	1246
Storbritannia	136	144	140	157	150	170	165	170
Færøyene	35	48	41	55	65	70	75	80
Irland	15	18	18	16	16	16	16	16
Sum Europa	927	1065	1134	1231	1361	1454	1478	1512
Årlig vekst i prosent	3 %	15 %	6 %	9 %	11 %	7 %	2 %	2 %

Varekostnad

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Gj. snitt
Salgsinntekt	563 548	784 173	866 584	1 240 668	1 665 530	1 704 242	2 376 262	3 399 868	3 795 746	
Varekostnad	304 742	449 024	430 427	529 243	788 902	818 172	1 136 878	1 497 069	1 977 268	
Førkostnad (50% av varekost)	152 371	224 512	215 214	264 622	394 451	409 086	568 439	748 535	988 634	
For i % av SI	27 %	29 %	25 %	21 %	24 %	24 %	24 %	22 %	26 %	25 %
Annen varekostnad (50 %)	152 371	224 512	215 214	264 622	394 451	409 086	568 439	748 535	988 634	
Annen varekostnad i % av SI	27 %	29 %	25 %	21 %	24 %	24 %	24 %	22 %	26 %	25 %

Lønnskostnad

	2007	2008	2009	2010	2011	Gj. snitt
Solgt mengde kilo	64 000 000	65 100 000	77 600 000	78 500 000	103 930 000	
Lønnskostnad	217 808	240 393	265 517	313 290	391 745	
Lønnskostnad i % av kilo	0,34 %	0,37 %	0,34 %	0,40 %	0,38 %	0,37 %

Annen driftskostnad

	2008	2009	2010	2011	Gj. snitt
Salgsinntekt	1 704 242	2 376 262	3 399 868	3 795 746	
Andre driftskostnader	253 701	311 973	517 067	705 891	
Driftskost. i % av salgsinntekt	15 %	13 %	15 %	19 %	15 %
Påslag for vekst					5 %
Benyttes for estimering					20 %

Avskrivninger

	2008	2009	2010	2011	Gj. snitt
Varige driftsmidler	416 084	533 286	872 035	1 126 446	
Avskrivninger	55 225	66 578	93 962	132 000	
Avskrivningssats	13 %	12 %	11 %	12 %	12 %

Kundefordringer

	2008	2009	2010	2011	Gj. snitt
Salgsinntekter	1 704 242	2 376 262	3 399 868	3 795 746	
Kundefordringer	148 596	252 155	409 707	505 280	
Endring kundefordringer		-103 559	-157 552	-95 573	
Kundefordringer i % av SI	8,7 %	10,6 %	12,1 %	13,3 %	11 %

Leverandørgjeld

	2008	2009	2010	2011	Gj. snitt
Varekostnad	818 172	1 136 878	1 497 069	1 977 268	
Leverandørgjeld	133 022	204 394	351 042	412 802	
Endring leverandørgjeld		71 372	146 648	61 760	
Lev. gjeld i % av varekostnad	16 %	18 %	23 %	21 %	20 %

Varelager

	2008	2009	2010	2011	Gj. snitt
Varekostnad	818 172	1 136 878	1 497 069	1 977 268	
Varelager	1 069 222	1 114 694	1 709 907	1 648 724	
Endring varelager		-45 472	-595 213	61 183	
Varelager i % av varekostnad	131 %	98 %	114 %	83 %	107 %

investeringer

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Gj. snitt
Investeringer	413 520	342 897	192 367	201 300	1 212 900	501 900	
Avskrivninger	37 874	50 671	55 225	66 578	93 962	132 000	
Endring arb.kap	-208 777	-187 475	-303 668	-77 659	-606 117	27 370	
EBIT (1-s)	378 818	376 198	279 934	558 014	1 025 683	41 394	
Reinvesteringsrate	64 %	55 %	-20 %	34 %	68 %	1598 %	40 %

Avvik

	2010	2011	Gj. snitt
Salgsinntekt	2 924 910	3 324 721	
Avvik fra oppgitt salgsinntekt	474 958	471 025	
Prosentvis avvik	16 %	14 %	15 %

Gjennomsnittsverdi konsesjon

Bokf. Verdi konsesjoner 31.12.2011	1 447 503
Antall konsesjoner	71
Gjennomsnittsverdi per konsesjon	20 387

Vedlegg 9: Multippelberegninger

Per 31.12.2011 i NOK	Marine Harvest	Austevoll Seafood	Lerøy	Cermaq	SalMar	Veid gj.sn av P/E
Aksjekurs	2,69	21,00	84,00	70,20	30,00	-
Gj.sn. Antall aksjer	3 581 100 000	202 717 000	54 577 000	92 515 381	103 000 000	-
Markedsverdi egenkapital	9 633 159 000	4 257 057 000	4 584 468 000	6 494 579 746	3 090 000 000	-
Årsresultat(Eierinteressers andel)	1 121 200 000	369 384 000	382 705 000	792 834 000	147 372 000	-
Resultat per aksje	0,31	1,82	7,01	8,57	1,43	-
P/E	8,59	11,52	11,98	8,19	20,97	10,86
Vektet P/E for andel markedsverdi	2,95	1,75	1,96	1,90	2,31	-
Operasjonelt Driftsresultat etter skatt	-	-	-	-	432 964 800	-
Estimert verdi	-	-	-	-	4 702 188 234	-
Estimert verdi per aksje	-	-	-	-	45,65	-
Per 31.12.2011 i NOK	Marine Harvest	Austevoll Seafood	Lerøy	Cermaq	SalMar	Veid gj.sn av EV/EBITDA
Enterprise Value(EV)	15 821 359 000	5 235 369 000	4 579 953 000	7 087 120 746	5 698 500 000	-
Markedsverdi egenkapital +	9 633 159 000	4 257 057 000	4 584 468 000	6 494 579 746	3 090 000 000	-
Netto rentebærende gjeld +	6 467 300 000	3 361 251 000	1 592 914 000	1 051 804 000	2 656 100 000	-
Kontanter -	279 100 000	2 382 939 000	1 597 429 000	459 263 000	47 600 000	-
EBITDA	1 943 200 000	2 045 773 000	1 484 797 000	1 685 520 000	320 755 000	-
EBIT +	1 209 500 000	1 533 434 000	1 212 898 000	1 368 526 000	188 212 000	-
Avskrivninger +	666 700 000	507 749 000	271 899 000	316 994 000	132 000 000	-
Nedskrivninger +	67 000 000	4 590 000	0	0	543 000	-
EV/EBITDA	8,14	2,56	3,08	4,20	17,77	6,62
Vektet EV/EBITDA	2,80	0,39	0,50	0,97	1,96	-
Estimert verdi	-	-	-	-	2 122 481 423	-
Estimert verdi per aksje	-	-	-	-	20,61	-
Per 31.12.2011 i NOK	Marine Harvest	Austevoll Seafood	Lerøy	Cermaq	SalMar	Veid gj.sn av P/E
Enterprise Value(EV)	15 821 359 000	5 235 369 000	4 579 953 000	7 087 120 746	5 698 500 000	-
Markedsverdi egenkapital +	9 633 159 000	4 257 057 000	4 584 468 000	6 494 579 746	3 090 000 000	-
Netto rentebærende gjeld +	6 467 300 000	3 361 251 000	1 592 914 000	1 051 804 000	2 656 100 000	-
Kontanter -	279 100 000	2 382 939 000	1 597 429 000	459 263 000	47 600 000	-
Driftsinntekter	16 132 800 000	12 156 499 000	9 176 873 000	11 634 344 000	3 829 045 000	-
Salgsinntekter +	-	12 029 060 000	-	-	3 795 746 000	-
Annen inntekt +	-	127 439 000	-	-	33 299 000	-
EV/SALES	0,98	0,43	0,50	0,61	1,49	0,79
Vektet EV/Sales for andel markedsverd	0,34	0,07	0,08	0,14	0,16	-
Estimert verdi	-	-	-	-	3 019 018 959	-
Estimert verdi per aksje	-	-	-	-	29,21	-
Gj.sn. Estimert Verdi	31,86					