

**Sindre Gaustad Osland**  
**Stian Hegge Malmø**

# Bacheloroppgave ved Handelshøyskolen BI

## Verdivurdering av SalMar ASA



Studium:  
Økonomi og administrasjon

**BTH 9503 – Økonomistyring og investeringsanalyse**

Innleveringsdato:  
06.06.2013

BI Trondheim

*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.*

## Sammendrag

SalMar ASA er et norsk børsnotert selskap med virksomhet innenfor produksjon og videreforedling av atlantisk laks. Formålet med denne oppgaven er å estimere verdien av egenkapitalen til SalMar, og dermed kunne si noe om aksjen er over- eller underpriset i markedet. Verdivurderingen er basert på offentlig tilgjengelig informasjon.

Oppgaven består av elleve kapitler. Det første kapitlet tar for seg oppgavens formål, introduksjon av SalMar og produktet laks. I andre kapittel ser vi på metode og hvilke data vi har brukt for å løse problemstillingen. Kapittel 3 gir en innføring til bransjen og markedet. Her ser vi på produksjon og handel, hva som bestemmer lakseprisen og hvordan prognosene ser ut på tilbud- og etterspørselssiden fremover. Vi ser på reguleringer, utfordringer og sentrale kostnadselementer næringen står ovenfor. Den strategiske analysen i kapittel 4 tar for seg interne forhold i SalMar, samt hvilke mikro- og makroforhold selskapet er en del av. Regnskapsanalysen utføres for å se hvordan selskapet har gjort det i et historisk perspektiv med fokus på lønnsomhet, likviditet og soliditet.

I kapittel 6 tar vi for oss risiko og ulike teorier innen verdivurdering. Her identifiserer vi diskontert kontantstrømmodell til total kapitalen (FCFF) som den best egnede for å løse problemstillingen. Videre konkluderer vi med at bruk av FCFE, Residual Income modellen (RIM) og P/E kan være nyttig for å etterprøve verdien.

Avkastningskravet til SalMar beregnes i kapittel 7, og i det påfølgende kapitlet prognostiseres tallene som legger grunnlaget for verdivurderingen. I kapittel 9 estimerer vi egenkapitalverdien med utgangspunkt i FCFF, og etterprøver denne med andre modeller. Videre foretas en sensitivitetsanalyse basert på fôrkostnad, laksepris og slaktevolum. I tillegg ser vi på hvordan endringer i langsiktig vekst og avkastningskrav slår ut i den estimerte aksjekursen.

Vi konkluderer til slutt med en egenkapitalverdi på TNOK 9 180 773 den 1.juni 2013, som gir en verdi per aksje på NOK 81,03. Dette tyder på at aksjen er underpriset i markedet, da kursen ved børs slutt fredag den 31.mai 2013 var NOK 59,75.

---

## Innholdsfortegnelse

<b>SAMMENDRAG</b> .....	<b>I</b>
<b>INNHALDSFORTEGNELSE</b> .....	<b>II</b>
<b>FORMLER OG FIGURER</b> .....	<b>V</b>
<b>1.0 INNLEDNING</b> .....	<b>1</b>
1.1 FORMÅLET MED OPPGAVEN .....	1
1.2 INTRODUKSJON AV SALMAR.....	1
1.2.1 Hendelser etter balansedato 31.12.2012: .....	2
1.3 PRODUKTET LAKS.....	3
<b>2.0 METODE</b> .....	<b>4</b>
2.1 KVALITATIVE OG KVANTITATIVE DATA.....	4
2.2 INNSAMLING AV DATA.....	4
2.3 RELIABILITET OG VALIDITET .....	5
<b>3.0 INNFØRING TIL BRANSJEN OG MARKEDET</b> .....	<b>6</b>
3.1 DET GLOBALE MARKEDET FOR ATLANTISK LAKS.....	6
3.1.1 Produksjon .....	6
3.1.2 Handelsmønster .....	6
3.1.3 Prognoser for volumvekst og etterspørsel.....	7
3.1.4 Lakseprisen .....	8
3.2 PRODUKSJONSPROSESSEN.....	10
3.3 REGULERINGER OG UTFORDRINGER .....	11
3.3.1 Konesjoner.....	11
3.3.2 Operasjonell risiko.....	12
3.3.3 Fôr-tilgang.....	12
3.3.4 Forskning og utvikling .....	12
3.4 KOSTNADER .....	13
3.5 OPPSUMMERING .....	14
<b>4.0 STRATEGISK ANALYSE</b> .....	<b>16</b>
4.1 INTERNE FORHOLD .....	16
4.2 PORTERS FEM BRANSJEKREFTER.....	17
4.2.1 Inntrengere.....	18
4.2.2 Substitutter .....	18
4.2.3 Kunder.....	19
4.2.4 Leverandører.....	19
4.2.5 Rivalisering med konkurrenter.....	19
4.3 POLITISKE FORHOLD.....	20
4.4 SAMFUNN OG TEKNOLOGI.....	20

4.5	ØKONOMISKE UTSIKTER .....	21
4.6	OPPSUMMERING .....	23
<b>5.0</b>	<b>REGNSKAPSANALYSE.....</b>	<b>24</b>
5.1	ANALYSE AV SALMARS NØKKELTALL .....	24
5.2	SAMMENLIGNING MED KONKURRENTER.....	27
5.3	OPPSUMMERING .....	30
<b>6.0</b>	<b>TEORI INNEN VERDIVURDERING .....</b>	<b>31</b>
6.1	RISIKO OG AVKASTNINGSKRAV .....	31
6.1.1	<i>Systematisk - og usystematisk risiko.....</i>	<i>31</i>
6.1.2	<i>Kapitalverdimodellen.....</i>	<i>32</i>
6.1.3	<i>WACC .....</i>	<i>34</i>
6.1.4	<i>Andre modeller for å estimere risiko.....</i>	<i>35</i>
6.2	BALANSEBASERTE METODER.....	35
6.3	DISKONTERT KONTANTSTRØMMODELL .....	36
6.4	DIVIDENDEMODELLER.....	38
6.5	NORMALRESULTATMETODEN .....	39
6.6	MULTIPLER .....	39
6.7	RESIDUAL INCOME MODELLEN .....	41
6.8	METODEVALG FOR VERDIVURDERING AV SALMAR.....	42
<b>7.0</b>	<b>AVKASTNINGSKRAV .....</b>	<b>43</b>
7.1	SELSKAPETS BETA .....	43
7.2	EGENKAPITAL- OG GJELDSKOSTNAD .....	44
7.3	EGENKAPITAL- OG GJELDSANDEL.....	45
7.4	AVKASTNINGSKRAVET TIL TOTALKAPITALEN - WACC .....	45
<b>8.0</b>	<b>PROGNOSTISERING.....</b>	<b>46</b>
8.1	VOLUM.....	46
8.2	INNTEKTER.....	47
8.3	KOSTNADER .....	49
8.4	SKATT .....	52
8.5	ARBEIDSKAPITAL .....	52
8.6	INVESTERINGER OG SÆRSKILTE POSTER .....	52
<b>9.0</b>	<b>VERDIVURDERING AV SALMAR.....</b>	<b>54</b>
9.1	DISKONTERT KONTANTSTRØM OG RESIDUAL INCOME MODELLEN .....	54
9.1.1	<i>Diskontert kontantstrøm til totalkapitalen (FCFF).....</i>	<i>55</i>
9.1.2	<i>Diskontert kontantstrøm til egenkapitalen (FCFE).....</i>	<i>55</i>
9.1.3	<i>Residual Income modellen .....</i>	<i>56</i>
9.2	P/E MULTIPLIKATOR.....	57
9.3	SENSITIVITETSANALYSE .....	58

9.3.1	<i>Laksepris, førkostnad og volum</i> .....	58
9.3.2	<i>WACC og vekst i terminalverdi</i> .....	59
<b>10.0</b>	<b>OPPGAVEKRITIKK</b> .....	<b>62</b>
<b>11.0</b>	<b>KONKLUSJON</b> .....	<b>63</b>
	<b>REFERANSELISTE</b> .....	<b>64</b>
	<b>VEDLEGG</b> .....	<b>67</b>

## Formler og figurer

- Figur 1.1:** *Historisk utvikling i aksjekurs SalMar perioden 08.05.2007 – 25.05.2013. s. 1*
- Figur 3.1:** *Historisk og forventet produksjon av atlantisk laks. s. 7*
- Figur 3.2:** *Kurven for tilbud (supply) og etterspørsel (demand). s. 8*
- Figur 3.3:** *Historisk laksepris (NOS) i NOK per kilo (HOG) i perioden 2004 til uke 13 - 2013. s. 9*
- Figur 3.4:** *Eksportpris og produksjonskostnad for oppdrettslaks og Globalproduksjon. s. 13*
- Figur 4.1:** *Anslag på styringsrenten med sannsynlighetsfordeling. s. 22*
- Figur 4.2:** *L-44 (Importveid valutakurs). s. 22*
- Figur 5.1:** *Totalkapitalrentabilitet for SalMar, Marine Harvest, Lerøy, Cermaq, Austevoll og Grieg i perioden 2008 – 2012. s. 27*
- Figur 5.2:** *Egenkapitalandel for SalMar, Marine Harvest, Lerøy, Cermaq, Austevoll og Grieg i perioden 2008 – 2012. s. 28*
- Figur 9.1:** *Aksjekurs ved endring i laksepris og førkostnad. s. 58*
- Figur 9.2:** *Aksjekurs ved endringer i volum i perioden 2013 – 2018. s. 59*
- Figur 9.3:** *Sensitivitetsanalyse for vekst i terminalverdi og WACC. s. 60*
- 
- Formel 6.1:** *Kapitalverdimodellen s. 32*
- Formel 6.2:** *Beta-formel s. 33*
- Formel 6.3:** *Veid kapitalkostnad (WACC) s. 34*
- Formel 6.4:** *Value of business s. 36*
- Formel 6.5:** *Kontantstrøm til egenkapitalen (FCFE) s. 36-37*
- Formel 6.6:** *Kontantstrøm til totalkapitalen (FCFF) s. 37*
- Formel 6.7:** *Formel for terminalverdi i DCF-modellen s. 37*
- Formel 6.8:** *Dividendemodellen s. 38*
- Formel 6.9:** *Residual Income-modellen (indirekte verdi til egenkapitalen) s. 41*
- Formel 6.10:** *Terminalleddet til RI-modellen s. 42*
- Formel 7.1:** *Blumes formel for beta justert s. 44*

## 1.0 Innledning

### 1.1 Formålet med oppgaven

SalMar ASA har siden selskapet ble notert på Oslo Børs hatt betydelig volatilitet i aksjekursen. Kursen har svingt fra rundt NOK 70 til under NOK 30. Sett i lys av den volatile aksjekursen, tar oppgaven sikte på å estimere verdien av egenkapitalen til selskapet. Ut i fra verdien vi kommer frem til vil vi gjøre en vurdering på hvorvidt aksjen er for høyt eller for lavt priset i markedet.

Problemstillingen har vi definert til:

*Hva er verdien av en aksje i SalMar ASA den 01.juni 2013?*



**Figur 1.1:** Historisk utvikling i aksjekurs SalMar perioden 8.mai 2007 – 25. mai 2013. Kilde: Hegnar.no

### 1.2 Introduksjon av SalMar

SalMar er et norsk selskap med virksomhet innen produksjon og videreforedling av atlantisk laks. Selskapet er hjemmehørende på Frøya i Sør-Trøndelag. Konsernet sysselsetter rundt 650 ansatte, og driver oppdrett i Møre og Romsdal, Trøndelag, Troms og Finnmark.

Selskapet ble startet opp med utgangspunkt i et konkursbo i 1991. Siden har SalMar vokst til å bli et av verdens største og mest effektive aktører innen lakseoppdrett. Selskapets omsetning passerte en milliard kroner i 2006, og har siden vokst til over 4 milliarder kroner i 2012. Økningen skyldes i hovedsak

oppkjøp av en rekke konsesjoner og selskaper. I 2012 slaktet selskapet 102,6 tusen tonn, som var en dobling siden 2008.

SalMar innhenter stort sett sine inntekter fra Europa, men også i stor grad fra Asia. I 2012 kom 68,2 % av salgsinntektene fra Europa og 24,4 % fra Asia. De resterende prosentene kom fra Russland (5,3 %) og USA/Canada (2,1 %).

Selskapet forvalter i dag 81 konsesjoner for lakseoppdrett. SalMar eier 14,9 % av aksjene i det færøyske selskapet P/F Bakkafrost og 50 % av aksjene i Norsk Havskott (som eier Scottish Sea Farms Ltd). På eiersiden er investeringsselskapet Kverva AS største aksjonær med en eierandel på 53,40 %.

Børsnoteringen i mai 2007 ble igangsatt som følge av SalMars vekststrategi, som innebar bygging av et nytt slakte- og videreforedlingsanlegg. Anlegget InnovaMar sto ferdig i 2011 og er en viktig strategisk investering for selskapet. SalMars målsetning er å være den mest kostnadseffektive leverandøren av laks og lakseprodukter. Dette gjenspeiles i visjonen «billigst på laks».

SalMar ønsker å øke sin produksjon gjennom bedre utnyttelse av eksisterende konsesjoner og gjennom oppkjøp av nye (SalMar 2013). Selskapet er aktiv innen forskning og utvikling. Dette anser selskapet som viktig for å skape en mest mulig effektiv virksomhet.

I 2013 planlegger SalMar et slaktevolum på 116 tusen tonn. Selskapet forventer fortsatt gode laksepriser, og følgelig en økning i totale salgsinntekter. På kostnadssiden forventer konsernet reduserte kostnader per kilo laks. SalMar planlegger investering i nytt utstyr til 250 millioner kroner i 2013.

#### *1.2.1 Hendelser etter balansedato 31.12.2012:*

I mars kjøpte SalMar resterende aksjer i SalMar Rauma, og eier etter transaksjonen samtlige aksjer. Vederlaget var på nærmere 70 millioner kroner.

4.april kjøpte SalMar seg opp i Villa Organic AS som driver oppdrett i Finnmark. Kjøpesummen var 100 millioner kroner (Landre 2013).



Den 16.mai solgte SalMar seg ned i det færøyske oppdrettsselskapet P/F Bakkafrost, fra en eierandel på 25,21 % til 14,9 %. Nedsalget medførte en innbetaling på rundt en halv milliard kroner (Langørgen 2013).

I følge Finansavisen skal SalMar selge hele sin eierandel (40 %) i fabrikken InnovaMar (Langørgen 2013). Salget innbringer 390 millioner totalt. Vi forutsetter at SalMar får en innbetaling på 156 millioner kroner fra salget i 2013, som tilsvarer 40 % av kjøpesummen.

### **1.3    *Produktet laks***

Laks er et næringsrikt produkt som består av proteiner, omega 3 og andre vitaminer og mineraler. Produktet er ansett som helsefremmende og som et godt innhold i et variert kosthold. Laks brukes som ingrediens i et stort utvalg retter, som kokt, stekt eller rå.

Produktet fremstilles svært effektivt. Til sammenligning trenger storfe over 6,5 ganger så mye fôr enn laks for å produsere et kilo vekt. Dette gjør laks til den mest effektive kilden til å produsere protein (Marine Harvest 2013, 10). For forbrukeren er lakseprodukter generelt noe dyrere enn andre proteinkilder, til tross for at prisen har blitt lavere de siste årene (Marine Harvest 2013, 24).

## **2.0 Metode**

En metode defineres som en planmessig framgangsmåte. Læren om metode hjelper oss å komme frem til gode valg, og gir en oversikt over ulike måter å gå frem i beslutningsprosessen. Basert på antakelser om hvordan verden ser ut og hvordan vi best kan skaffe oss kunnskap, kan vi lede oss frem til den beste framgangsmåten i bestemte situasjoner (Gripsrud, Olsson og Silkoset 2010, 13). I denne verdivurderingen benytter vi ulike data for å finne frem til verdien av selskapet.

### **2.1 Kvalitative og kvantitative data**

Verdsettelsen av SalMar vil kreve bruk av både kvantitative og kvalitative metoder. Kvantitative data kan uttrykkes i tall eller mengdeenheter. Andre data som benyttes kaller vi for kvalitative, og de kan både belyse tallene det blir kommet fram til, i tillegg til at de kan si noe om svarene av funnene (Gripsrud, Olsson og Silkoset 2010). I oppgaven vil vi bruke både kvalitative og kvantitative data i den strategiske analysen av laksemarkedet. Verdivurderingen vil i stor grad baseres på kvalitative data i form av prognoser og tidligere regnskapstall. Det vil likevel være sammenheng mellom de kvalitative og de kvantitative dataene. Dette kan forklares ut i fra kausalt design som tar for seg årsak-virkning.

### **2.2 Innsamling av data**

Oppgaven er basert på offentlig tilgjengelig informasjon. Det skilles mellom to typer data. Primærdata innhentes som regel gjennom intervju og egne undersøkelser, og som er skapt spesielt for problemstillingen. Sekundærdata er data samlet inn til et annet formål enn problemstillingen. Sekundærdata består både av interne og eksterne kilder (Gripsrud, Olsson og Silkoset 2010). De interne data i denne oppgaven er årsrapporter og lovpålagt informasjon utgitt som følge av børsnotering. Eksterne data utgjør mye av datagrunnlaget. I kapittel 3 og 4 har vi benyttet offentlig statistikk og bransjedata (utstedt fra selskaper, bransjeorganisasjoner og myndigheter). I oppgaven generelt har vi benyttet

artikler og faglitteratur innen områder som: strategi, regnskap, finans og investering og verdsettelse. Forelesningsnotater relatert til oppgaven er også benyttet. Som følge av et eksternt ståsted til selskapet, vi ikke primære data bli innhentet.

### **2.3 Reliabilitet og validitet**

Det er viktig å vurdere hvor bra undersøkelsene er utført. Da må vi se på undersøkelsens reliabilitet (pålitelighet) og validitet (gyldighet). Validiteten handler om i hvilken grad en måleparameter måler det begrepet som den aktuelle suksessfaktoren henvender seg til. Vi kan godt klare å gjøre analyser med god nøyaktighet og pålitelighet, og få svært like resultat hver gang, men at vi måler noe annet enn det vi skulle. Da har vi en systematisk feil. Reliabilitet handler om i hvilken grad man kan stole på at resultatene er pålitelige (Gripsrud, Olsson og Silkoset 2010, 52). Her kan vi bruke resultatregnskapet som et eksempel. Loven tilsier at postene skal resultatføres under like vilkår hvert år, og dermed kan postene sammenlignes (dog ikke ukritisk) fra år til år. I oppgaven baseres mye av informasjonen seg nettopp på disse dataene.

### **3.0 Innføring til bransjen og markedet**

#### **3.1 *Det globale markedet for atlantisk laks***

Atlantisk laks står for om lag 65 % av det totale tilbudet av oppdrettet laksefisk. Nedenfor skal vi se på produksjonen av atlantisk laks, handelsmønster, prognoser for tilbud og etterspørsel, samt hvordan lakseprisen fastsettes i markedet.

##### **3.1.1 *Produksjon***

Oppdrett av atlantisk laks foregår i få land på verdensbasis, hvor Norge er den største tilbyderen. Den norske eksporten var på 1 136 900 tonn laks i 2012, om lag 60 % av den totale produksjonen (SalMar 2013). Internasjonalt er det primært skotske (UK), canadiske og chilenske volumer som konkurrerer mot det norske. De siste 20 årene har bransjen vokst til å bli en betydelig global næring.

Chile økte sine volumer betydelig på starten av 2000-tallet, men ble rammet av et større sykdomsutbrudd i 2008. Produksjonen i Chile falt kraftig som følge av sykdomsproblemene. Estimaten for 2013 tenderer mot at Chile skal overgå slaktevolumet de hadde før utbruddet i 2008, og at landet skal produsere mer enn de aldri før har gjort (Marine Harvest 2013, 13).

Vanntemperatur er en viktig faktor for næringen. I Europa er temperaturen mer volatil enn i Chile. For produksjonen i Norge betyr dette at fisken vokser mer ujevnt i løpet av året. Biomassen er på sitt laveste i mai og på sitt høyeste i oktober, da laksen vokser raskere grunnet høyere vanntemperaturer mellom mai – oktober. Som en følge av dette slaktes mesteparten (65 %) av norsk laks i andre halvår. Noe av dette skyldes andre forhold som Maksimal Tillat Biomasse (MTB), som vi skal komme nærmere tilbake til i avsnitt 3.3. I Chile er temperaturen mer stabil, noe som gir en jevn produksjon gjennom året (Marine Harvest 2013, 40). Naturlige forhold som temperatur er en viktig årsak til at atlantisk laks kan produseres få steder i verden.

##### **3.1.2 *Handelsmønster***

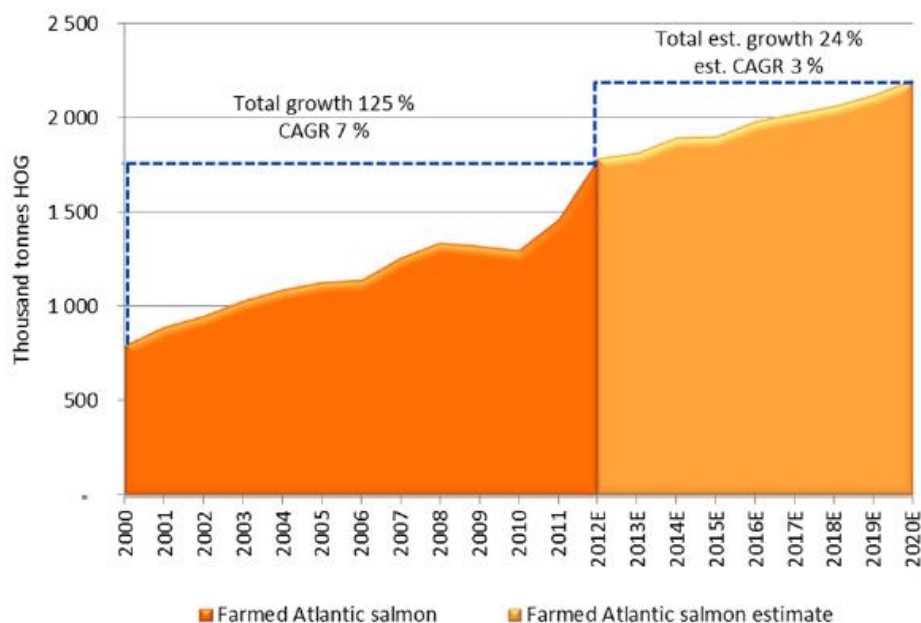
USA og Europa utgjør de to største markedene for atlantisk laks (Marine Harvest 2013, 12). Veksten er derimot stor i andre markeder. Spesielt asiatiske forbrukere

etterspør laks i større grad. For norsk eksport av laks er EU, Russland og Asia de største markedene. Produksjonsvolumene i Canada eksporteres i hovedsak til vestkysten i USA. Chile eksporterer også betydelig til USA, i tillegg til eget kontinent og Asia.

Handelsmønsteret er i stor grad bestemt ut fra avstander. En klar fordel for eksporten av norsk laks er nærheten til Europa. Chile har lang vei både til USA og Asia, som er viktige marked for dem. Transportkostnadene er derfor høye.

### 3.1.3 Prognoser for volumvekst og etterspørsel

Figur 3.1 viser utviklingen i volum siden 2000. Næringen har vært preget av en gjennomsnittlig vekst på 7 % i perioden 2000 - 2012. Forventet årlig vekst, i henhold til Kontali Analyse, er 3 % årlig vekst mellom 2013 og 2020. Det forventes at etterspørselen skal være lik tilbudet i perioden (Marine Harvest 2013, 12). Veksten i 2013 forventes å være 2 %, hvorav en nedgang i Norge, UK og Canada på henholdsvis 3 %, 12 % og 12 %. Chile forventes å øke volumet med 31 % (SalMar 2013). Verdens konsum av sjømat har de siste 10 årene steget med 60 % (Fiskeri- og kystdep. 2013, 117), og den økte etterspørselen etter atlantisk laks kan settes i en klar sammenheng med dette.

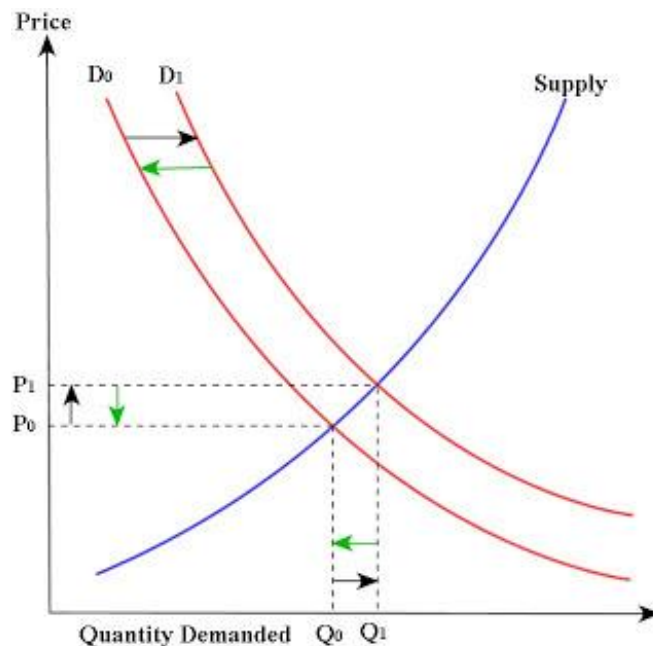


**Figur 3.1:** Historisk og forventet produksjon av atlantisk laks. HOG står for «head on gutted». Kilde: Kontali Analyse (Gjengitt i Marine Harvest 2013).

Befolkningsveksten i verden øker matvarebehovet. Innen 2050 vil verdens befolkning stige til 9 milliarder, og med forventning om økt kjøpekraft vil dette kunne slå positivt ut på etterspørselen etter laks (SalMar 2013). Det er forventet at proteinbehovet i verden vil øke med 40 %, noe laks er en rik kilde til (Marine Harvest 2013, 4). Etterspørsel etter laks som en kilde til protein antas derfor å øke betraktelig - på lang sikt.

### 3.1.4 Lakseprisen

Prisen på laks bestemmes i hovedsak av to forhold: tilbud og etterspørsel. I en markedslikevekt vil likevektsprisen finnes der etterspurt mengde er lik tilbudt mengde (Riis og Moen 2011). Dersom etterspurt mengde er forskjellig fra tilbudt mengde vil vi få en endring i pris.



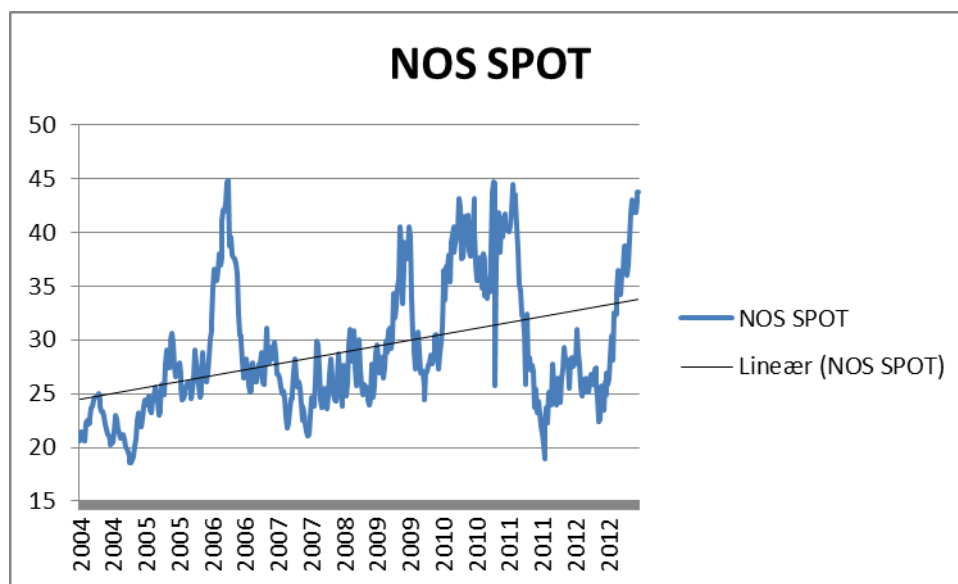
**Figur 3.2:** Kurven for tilbud (supply) og etterspørsel (demand). Hentet: *calculatedriskblog.com*.

Figur 3.2 viser tilbud/etterspørsel-kurven. Ved en endring i etterspørsel fra  $D_0$  til  $D_1$ , vil prisen øke fra  $p_0$  til  $p_1$ , og  $p_1$  blir ny likevektspris. Etterspurt kvantum øker fra  $q_0$  til  $q_1$ . Motsatt vil prisen falle dersom etterspurt kvantum (quantity demanded) faller, altså etterspørselskurven går mot venstre; gitt at tilbudet er det

samme. Det er disse mekanismene som styrer lakseprisen: Høyere tilbud enn etterspørsel gir fallende priser. Høyere etterspørsel enn tilbud gir økende priser.

Andre forhold som påvirker lakseprisen er bruken av finansielle sikringsinstrumenter (kontrakter), grad av fleksibilitet i markedskanalen, differensierte produkter og kvaliteten på produktet.

Etterspørselen i et marked er hvor mye konsumentene er villig til å betale for en gitt mengde (Asche 2011). Etterspørsel bestemmes av faktorer som blant annet inntekt og pris på konkurrerende produkter. I laksenæringen påvirker også sesongvariasjoner etterspørselen. Rundt juletider er etterspørselen størst, og dette har ofte ført til økt laksepris i november og desember. Grunnet naturlige forutsetninger for vekst og MTB-reguleringen er derimot lakseprisen historisk sett lavere i Q3 og Q4. Dette som følge av høyere tilbud i form av økt slaktevolum.



**Figur 3.3:** Historisk laksepris (NOS) i NOK per kilo (HOG) i perioden 2004 til uke 21 - 2013. Kilde: Fish Pool.

I figur 3.3 vises lakseprisen i perioden 2004 – 2013 (uke 21). Her ser vi at prisen har vært volatil, med en bunn under 20 kroner og topp opp mot 45 kroner. Grafen er en god indikasjon på hvorfor egenkapitalandelen bør være god blant oppdrettere, da lakseprisen er svært avgjørende for inntjeningen til selskapene. I perioden fra år 2000 og frem til i dag, har etterspørselen økt mer enn tilbudet (Asche 2012). I figuren over ser vi dette gjennom den økende pristrenden i grafen.

Spot-prisen per kilo (NOS) noteres ukentlig av Fish Pool. NOS er basert på fersk HOG (hel sløyd med hode - fra *head on gutted*), og er relatert til primær produksjon av laks (slakting og sløying). Fish Pool er en regulert markedsplass for global handel av derivater innen sjømat. Det tilbys ulike sikringsinstrumenter i form av laksekontrakter. Kontraktene sørger for at oppdretterne blir mindre eksponert for fluktuasjoner i lakseprisen.

I henhold til mikroøkonomisk teori vil lakseprisen på lang sikt bestemmes av produksjonskostnaden, fordi marginene vil presses av de konkurrerende bedriftene (Asche 2011). På kort sikt (< 5 år) vil vi derimot se prissykluser som oppstår, som følge av ubalanse mellom tilbud og etterspørsel, som vist i tilbud/etterspørselkurven i figur 3.3. En tendens i næringen er etterspørselsfall ved økte laksepriser (Asche 2012), da konsumentene heller velger andre produkter. Dette fører til lavere etterspørsel og synkende priser. Når prisene har sunket tilstrekkelig, har tendensen vært at konsumentene etterspør laks igjen. I figur 3.3 skifter dermed etterspørselskurven til høyre og lakseprisen stiger.

Utsiktene til lakseprisen er gode for resten av 2013 og for 2014. Hovedårsaken til de høye prisene hittil i 2013 er at lavere sjøtemperaturer enn normalt har medført dårligere vekstforhold for den biologiske massen. Dette har medført et lavere tilbud enn markedet etterspør. På den andre siden er det frykt for at de høye prisene (på rundt NOK 35) vil dempe etterspørselen, og dermed gi et prisfall (Tallaksen 2013). Dette er i henhold til prissyklusene som vi drøftet ovenfor.

### **3.2 *Produksjonsprosessen***

Produksjon av laks deles inn i primær- og sekundærproduksjon (Marine Harvest 2013). Primær produksjon er slakting og sløying før fisken sendes ut til kunden. Sekundær produksjon er videreforedling (VAP) utover primær prosess; for eksempel filetering. I korte trekk produseres atlantisk laks slik:

- Rogn og melke fra stamfisk gir grunnlag for nytt liv. Det utvikles yngel, og fisken holdes i ferskvannstanker til den er 60 – 100 gram. Vaksinerings



foregår i denne fasen, og fisken tilvennes gradvis sjøvann (smoltifisering). Når smolten er klar for livet i sjøen fraktes den til merder ved bruk av brønnbåt.

- Laksen holdes i merder i sjøen til den er slakteklar (4,5 – 5,5 kg). Fisken fraktes med brønnbåt til slakteri.
- Fisken slaktes\*:
  - A) Produktet sløyes og klargjøres for salg (primær)
  - B) Produktet sløyes, videreforedles og klargjøres for salg (sekundær).
- Produktet distribueres til kundene.

\* *En slaktemoden laks er typisk 25 – 35 måneder gammel.*

(SalMar 2012)

### **3.3 Reguleringer og utfordringer**

Bransjen står ovenfor reguleringer fra myndighetene og operasjonell risiko. Økt vekst krever at en rekke utfordringer løses på kort og lang sikt. Grad av inntjening i framtiden vil avhenge av om næringen klarer å øke produksjonen. Nedenfor skal vi se på hvilke reguleringer og utfordringer bransjen står ovenfor, og hva som blir nøkkelen for å kunne vokse i fremtiden.

#### **3.3.1 Konesjoner**

I alle land hvor atlantisk laks produseres, er det politiske reguleringer som krever at selskapet har konsesjon til å drive oppdrett (Marine Harvest 2013). Her tar vi kun for oss konsesjoner i Norge, da dette er relevant for oppgaven. En konsesjon medfører rett til å drive oppdrett i et avgrenset område. Det er begrenset hvor mye fisk som er tillatt per konsesjon. En tillatelse er på 780 tonn Maksimal Tillat Biomasse (MTB), med unntak av Troms og Finnmark hvor det tillates 945 tonn (Fiskeri- og kystdep. 2013, 120). Det er i dag utstedt 975 konsesjoner i Norge. Gjennomsnittlig slaktet volum fra en konsesjon er ca. 1100 tusen tonn. Ved full utnyttelse kan man slakte opptil 1400 tonn (Marine Harvest 2013).

Næringen er utsatt for sesongvariasjoner i den biologiske utviklingen, noe som fører til størst slaktevolum på høsten. MTB har derfor vært en utfordring for

bransjen da det må slaktes mye på høsten for å unngå overskridelse av grensene. Grunnen til dette er, som nevnt i 3.1.1, større organisk vekst ved høyere vanntemperatur, noe som følgelig resulterer i høyere slaktevolum på høsten. MTB fører derfor til en ujevn tilgang av råvare til videreforedlingsanleggene. Det er utarbeidet et forslag med rullerende gjennomsnitts-MTB, og MTB neste måned blir da en funksjon av de 11 siste månedene (Fiskeri- og Kystdep. 2012). Det er enda ikke vedtatt, men mye kan tyde på at dette vil bli innført i næringen, da kvalifiserte fagpersoner står bak anbefalingen.

### *3.3.2 Operasjonell risiko*

Oppdrett av laks innebærer en betydelig operasjonell risiko knyttet til den biologiske utviklingen i sjø. Det er store utfordringer knyttet til sykdom, dødelighet, lakselus og lakserømming (Asche og Tveterås 2011, 145). Sykdom kan føre til stor dødelighet hos oppdrettsfisk. Lakseoppdrett foregår i åpne merder, og sykdom kan spre seg til andre anlegg. Dette er en betydelig risiko. Til tross for gode rutiner innad i et anlegg, kan man likevel bli eksponert for sykdomsfare fra andre anlegg i nærområdet (SalMar 2013). Lakselus har blitt et økende problem grunnet laks som er resistens mot tidligere effektive preparater. Parasittene er hovedsakelig et problem for villaksbestanden som blir smittet av oppdrettslaks (Fiskeri og kystdep. 2013, 122). Videre er lakserømminger uheldig for bransjens rykte. Rømming er alvorlig da det påvirker villaksbestanden negativt (Asche og Tveterås 2011, 125).

### *3.3.3 Fôr-tilgang*

På lang sikt er utfordringer innen oppdrett, i tillegg til bærekraftighet, relatert til økte fôrbehov (Fiskeri- og kystdep. 2013, 117). Fôr produseres i hovedsak av avfallsprodukter fra fiskeindustrien (skinn, bein og innvoller etc). Fôrressursene slik de fremstår i dag har et potensial for å kunne dobles dersom utkastet fra fiskeriene på global basis kan anvendes i fiskefôr (Fiskeri og Kystdep. 2013, 124).

### *3.3.4 Forskning og utvikling*

Forskning og utvikling (FoU) er en viktig kilde til innovasjoner. Staten er en viktig bidragsyter innen marin sektor, og det brukes mye ressurser på FoU - også

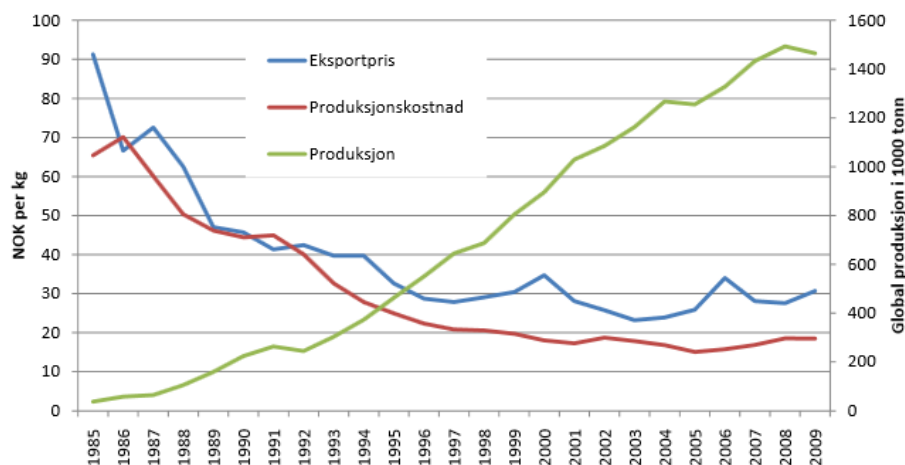
blant selskapene. Innovasjon er en betydelig faktor bak den enorme utviklingen innen lakseoppdrett de siste 30 – 40 årene (Asche og Tveterås 2011).

SINTEF fiskeri og havbruk har tro på en femdobling av lakseoppdrett innen 2050 (Fiskeri- og kystdep. 2013, 127). Det forutsettes imidlertid at næringen løser problemer med miljø og sykdom. Vekst i antall konsesjoner er mulig dersom utviklingen skjer i tråd med bærekraftig utvikling.

Asche og Tveterås (2011) peker på viktigheten av innovasjon for å kunne «knekke» hindringer for videre vekst. Disse kritiske faktorene er tilgang på fôr, sykdom og lus, lakserømminger og krav til produktutvikling. Det er stor risiko knyttet til investeringer i FoU, og det er grunn til å anta at mange oppdrettere ikke er villig til å investere tilstrekkelig i dette. Det antas derfor at myndighetenes økonomiske bidrag til FoU vil fortsette i fremtiden.

### 3.4 *Kostnader*

Kostnadene i bransjen har vært synkende etter hvert som produksjonen har blitt mer effektiv. Som vi var inne tidligere, bestemmer produksjonskostnaden prisen på lang sikt. I figur 3.4 ser vi at oppdrettsnæringen er intet unntak.



**Figur 3.4:** Eksportpris og produksjonskostnad for oppdrettslaks og globalproduksjon. Kilde: EFF, Fiskeridirektoratet, Kontali (Gjengitt i Asche og Tveterås 2011).

Laksefôr utgjør rundt halvparten av de totale kostnadene i lakseoppdrett og har stor innvirkning på lønnsomheten. I 2013 forventes prisene på fôr å være stabil.

Lønn i produksjon utgjør rundt 6 % av kostnadene (Marine Harvest 2013, 42). I en bransje hvor marginene presses er hver prosent viktig. Lønnskostnadene i Chile vil for eksempel være langt lavere enn i Norge. Innovasjon er viktig for at produksjonen per arbeider går opp, slik at selskapene holder seg konkurransedyktig.

Utfordringer knyttet til sykdom og lus medfører kostnader. SalMars kostnader knyttet til særskilte biologiske hendelser beløp seg til 60 millioner og 54 millioner i henholdsvis 2011 og 2012. Dette er et bilde på de betydelige kostnadene sanering av fisk og rømminger kan utløse.

Oppdrett av atlantisk laks er en kapitalintensiv bransje som krever tunge investeringer i anlegg og utstyr. Bransjen har høy operasjonell gearing som følge av høye, faste kostnader. Fisken trenger samme mengde fôr uavhengig av lakseprisen. Selskapene skal videre gi avkastning til eiere og innfri forpliktelsene til kreditorene.

### **3.5 Oppsummering**

I kapittel 3 har vi sett at det globale markedet for atlantisk laks har vært i en stor utvikling, og at etterspørselen på lang sikt er ventet å øke. På kort sikt (2013-2020) er det ventet at etterspørselen skal være lik tilbudet. Fluktuasjoner i laksepris vil oppstå som følge av ubalanse mellom tilbud og etterspørsel. Volumøkningen i næringen ventes å bli 3 % årlig frem mot 2020, og det er forventet at chilenske volumer vil øke mest. Bransjen har store utfordringer med basis i bærekraftig utvikling. Videre er antall nye konsesjoner og fremtidig fôrtilgang kritiske faktorer for videre vekst. Prognosene fra SINTEF om en femdobling av produksjonen innen 2050 er basert på om bransjen løser disse utfordringene, og innovasjon utpekes som nøkkelen til fremtidig vekst. Ny MTB regulering kan føre til jevnere produksjon i Norge, og gi oppdretterne bedre

fleksibilitet. Til slutt så vi at volum, laksepris og pris på fôr er kritisk for inntjeningen.

## **4.0 Strategisk analyse**

I dette kapittelet skal vi se på strategiske forhold rundt SalMar. Vi ser først på interne forhold i selskapet. Deretter foretar vi en ekstern analyse som tar sikte på å analysere SalMars mikro- og makroomgivelser. Mikroomgivelsene identifiserer vi gjennom Porters fem bransjekrefter. Makroomgivelsene tar vi i nærmere øyekast gjennom å se på politiske forhold, samfunn og teknologi og økonomiske utsikter.

### **4.1 Interne forhold**

Denne oppgaven er basert på offentlig tilgjengelig informasjon. En intern analyse av SalMar vil derfor være mangelfull. Vi skal likevel prøve å identifisere noen viktige interne forhold som har betydning for verdivurderingen av selskapet.

#### ***Verdikjeden og kostnadseffektivitet***

SalMar har gjennom flere år bygget seg opp et fullintegrert system over oppdrettsprosessen, fra smoltproduksjon og til salg og distribusjonsprosesser. Unntaket er fôrproduksjon. Selskapet er i stor grad selvforsynt med smolt av god kvalitet, noe som er viktig for produksjonen. Flere oppdrettsselskaper må kjøpe dette av leverandører, og SalMar ser på egen produksjon som en fordel.

SalMar har vært den mest kostnadseffektive i bransjen, og selskapet ønsker å befeste og beholde denne posisjonen. Konsernet har satt inn tiltak for å være kostnadseffektiv i hele verdikjeden. Dette gjelder forhold som å øke kvaliteten på smolten, redusere dødelighet, optimalisering av fôrstrategien og økt effektivitet i slakte- og videreforedlingen. Det er ventet at fremtidig produksjonskostnad per kilo laks skal synke som følge av Innovamar (SalMar 2013). InnovaMar regnes som verdens mest effektive slakte- og videreforedlingsanlegg for laks.

Selskapet satser i større grad på videreforedling. Et viktig strategisk element i SalMar er å øke andelen VAP produkter og beholde verdiskapningen internt i selskapet. Satsing på differensierte produkter kan også gjøre selskapet mindre eksponert for lakseprisen.

### ***Innovasjon og FoU***

SalMar har vært dyktig innen nytenkning. Realiseringen av anlegget InnovaMar har tatt lakseoppdrett et steg videre i form av nye løsninger for enda mer kostnadseffektivitet. Med fokus på innovative løsninger har SalMar klart å befeste sin posisjon som en av verdens mest kostnadseffektive produsenter av oppdrettslaks.

Selskapet har i dag 20 prosjekter innen FoU. Disse prosjektene er innen bekjemping av lakselus, bedre utnyttelse av konsesjoner, fôrstrategier og utvikling av bedre utstyr (SalMar 2013). SalMar har et pågående prosjekt med SINTEF om å utvikle merder for bruk til havs. Fordelen med merder i hardt farvann er høy sirkulasjon av sjø som bidrar positivt med tanke på miljøutfordringer. Slikt utstyr kan medføre at myndighetene åpner for flere konsesjoner.

### ***Lokalisering og miljø***

Konsesjonene i Sør-Trøndelag har høyest produksjon i landet. Dette skyldes både god kunnskap og naturgitte forhold som er særlig gunstig for oppdrett (Asche og Tveterås 2011, 68 – 69). SalMar har majoriteten av sin produksjon i Midt-Norge, og vi anser dette som en fordel.

SalMar ønsker å drive bærekraftig med hensyn til miljøet. Lakseoppdrett drives i sjø, og det er viktig at miljøet rundt blir i varetatt. SalMar ser på dette som en svært viktig del av virksomheten. Selskapet har nedfestet postulatet «bærekraft i alt vi gjør», med hensyn til at de ønsker å jobbe innenfor rammene av god forretningsetikk og moral. Vekst i bransjen forutsetter en satsing på dette, både fra SalMar og konkurrentene.

#### ***4.2 Porters fem bransjekrefter***

I dette avsnittet ser vi på mikroomgivelsene til SalMar, og vi har valgt å benytte oss av Porters fem bransjekrefter. Analysen ble utviklet av Michael E. Porter, og

er mye benyttet i praksis. Den består av å analysere de fem kreftene inntrengere, leverandører, kunder, substitutter og rivalisering med eksisterende konkurrenter (Porter 1980, referert i Løwendahl og Wenstøp, 197).

#### 4.2.1 *Inntrengere*

Potensielle inntrengere trenger konsesjoner for å drive innen lakseoppdrett. Oppstartskostnadene er en stor inngangsbarriere da det krever investeringer i anlegg og utstyr. Marine Harvest (2013) har beregnet investeringen i utstyr ved å starte opp en oppdrettsfasilitet til 25 – 30 millioner kroner. Prisen på å kjøpe en konsesjon fra et eksisterende oppdrettsselskap ligger i størrelsesorden 20 – 70 millioner kroner. En ny konsesjon utstedt av myndighetene vil derimot beløpe seg til 8 millioner kroner. Det er derimot begrenset hvor mange nye konsesjoner som utstedes. Hensynet til miljøet gjør at myndighetene i dag er forsiktig med å øke antall konsesjoner.

Vi anser trusselen fra eventuelle inntrengere som liten som følge av de påkrevde investeringene, og kostnaden knyttet til å kjøpe lisenser på det åpne markedet.

#### 4.2.2 *Substitutter*

Høye byttekostnader og produktdifferensiering er faktorer som minsker trusselen mot substitutter. Substituttene er et stort spekter av ulike produkter, og laks har ingen klare konkurrenter. Laks har over tid klart å kapre markedsandeler fra annen mat (Asche 2011). Lakseprodukter er generelt dyrere enn andre proteinkilder, til tross for at prisen har blitt lavere de siste årene (Marine Harvest 2013, 24). Kjøp av et billigere produkt kan bli sett på som en økonomisk fordel, og følgelig en trussel. Skulle det vise seg at prisen på laks i fremtiden skulle øke, kan dette vært ødeleggende for etterspørselen. I diskusjonen rundt lakseprisen i avsnitt 3.1.4, pekte vi på etterspørselsfall etter laks ved økende priser, og at konsumentene har en tendens til å velge andre produkter. Dette tyder på at trusselen fra substitutt ikke er nevneverdig stor, såfremt ikke lakseprisen skulle øke betydelig.



Laks er et homogent produkt, og det er derfor liten forskjell på hel, sløyd laks fra to ulike produsenter. Produktdifferensiering gjennom VAP kan gjøre at kunden etterspør bestemte produkter fordi kunden ønsker nettopp det produktet.

#### *4.2.3 Kunder*

De internasjonale grossistene og detaljistene har økende krav til leveranser av sjømat (Asche og Tveterås 2011, 38). Nye systemer innen distribusjon og lagerstyring krever punktlig leveranser. Krav til pris, kvalitet, variasjon, fleksibilitet i leveranser og timing medfører økte behov for tilpasninger i verdikjeden til lakseoppdrett. Kundekravene til oppdrettsnæringen har økt over tid. Kundene har derfor betydelig innflytelse ovenfor oppdrettsnæringen.

#### *4.2.4 Leverandører*

I dag har fôrprodusentene Biomar, Ewos og Skretting så godt som hele markedet for laksefôr (Asche og Tveterås 2011, 18). Det finnes ingen substitutter til laksefôr, og produsentene av laks er helt avhengig av fôr for å kunne produsere. Det kan tyde på stor makt for fôrleverandørene overfor oppdrettsselskapene. En trussel er fusjoner eller oppkjøp som fører til enda færre fôrprodusenter. Dette kan føre til monopolmakt og økte priser. Økte priser på fôr vil kunne utgjøre mye for lønnsomheten i framtiden.

Leverandører har spilt en viktig rolle i utviklingen av næringen (Asche og Tveterås 2011). I tillegg til fôrprodusenter, er det leverandører av fôringssystemer, farmasi, brønnbåter, utstyr og transportører. Fôrkostnaden er derimot den største kostnadskomponenten i oppdrett, og vi velger ikke å gå nærmere inn på andre leverandører enn fôrprodusentene i oppgaven.

#### *4.2.5 Rivalisering med konkurrenter*

Næringen har vært preget av oppkjøp og fusjoner, og det er ventet at dette vedvarer (Marine Harvest 2013). Tendensen er at de store selskapene kjøper opp mindre aktører. Når denne oppgaven skrives er det en pågående prosess hvor

Marine Harvest ønsker å kjøpe selskapet Cermaq. Det er et illustrerende eksempel på at de største aktørene ønsker å ekspandere gjennom oppkjøp og/eller fusjoner. Dersom Marine Harvest lykkes i dette oppkjøpet, vil selskapet bli verdens største sjømatelskap (Sættem 2013). Dette kan føre til stor innflytelse i næringen, og på sikt påvirke innkjøpsprisene og andre betingelser til øvrige selskaper. I framtiden kan derfor få og store selskaper gjøre det utfordrende for mindre selskaper. SalMar er allerede et stort selskap, men likevel betydelig mindre enn Marine Harvest, som ved utgangen av 2012 hadde en markedsverdi på over 19 milliarder.

#### **4.3 Politiske forhold**

Politiske forhold berører næringen både hjemme og ute. Regjeringen varslet gjennom en pressemelding i mai 2013 at skattesatsen for fastlandsnæringen skulle senkes til 27 % med virkning fra 2014 (Finansdep. 2013a). Skattenedsettelsen viser tegn til økt tilrettelegging for eksportbedrifter på fastlandet. Næringen er eksportrettet, og vil derfor være følsom ovenfor handels- og tollbarrier i utlandet. Fredsprisutdelingen til Liu Xiaobo medførte handelsrestriksjoner mellom Norge og Kina. Dette er et eksempel på en type hendelse som kan ramme norsk eksportnæring.

Norske myndigheter er verdensledende på forvaltning av akvakultur med hensyn på bærekraftig utvikling og miljø (Asche og Tveterås 2011, 87). Selskapene er underlagt en rekke lover og forskrifter som de er pålagt å følge. I tråd med utviklingen i næringen har det vært endringer i lovverket en rekke ganger. Dette er myntet på politisk ønske om ekspansjon i denne viktige delen av norsk næringsliv.

#### **4.4 Samfunn og teknologi**

Næringens utsikter fremover hviler blant annet i hendene på teknologien. Historisk sett har bransjen vært dyktige innen teknologiske fremskritt. Fremover vil det bli en viktig forutsetning for videre vekst. Fisk fra havet er en naturlig begrenset ressurs, og dersom sjømatproduksjonen skal fortsette å vokse, er akvakultur den eneste løsningen (Asche og Tveterås 2011, 26).

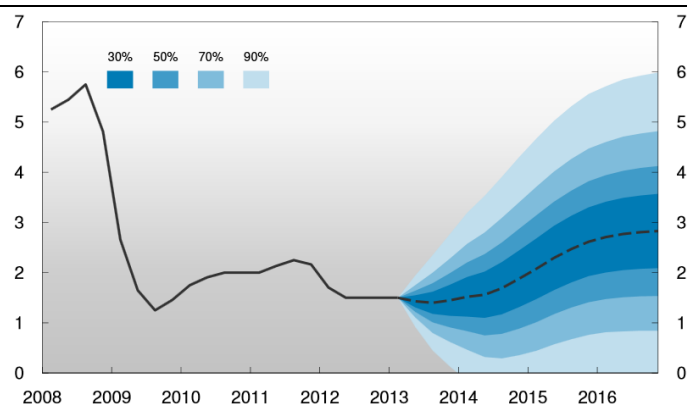
Havbruksnæringens viktigste miljøutfordringer på kort sikt er knyttet til lakselus og lakserømming (Fiskeri- og kystdep. 2013, 117). Dersom næringen lykkes med å bekjempe sykdom, lakselus og rømming, vil bransjen i andre rekke møte nye utfordringer. Fiskeri- og kystdepartementet har identifisert de langsiktige utfordringene for lakseoppdrett til å være arealbruk og fôrbehov.

Oppdrettsselskaper som ikke tar miljøhensyn på ansvar kan bli stilt ansvarlig. Det er derfor grunn til å anta at det er i selskapenes egen interesse å følge de lover, forskrifter og reguleringer som gjelder for næringen.

#### **4.5 Økonomiske utsikter**

SalMar står ovenfor makroøkonomiske forhold som konjunkturer, valuta, inflasjon og renter. 68,2 % av SalMars totale salgsinntekter i 2012 stammet fra det europeiske markedet (inkludert Norge). Europa er derfor et stort marked for SalMar, og videre er valutakursen mellom kroner og euro viktig. Norges Bank (2013) peker på en uavklart situasjon i Europa, og tror at nedgangen fortsetter. Dette bringer usikkerhet omkring framtiden. For SalMar vil dette bety usikkerhet omkring selskapets største eksportmarked. Det er likevel interessant å bemerke seg at til tross for økonomisk krise i Europa, økte SalMars eksport med 4 % i dette segmentet fra 2012 til 2013.

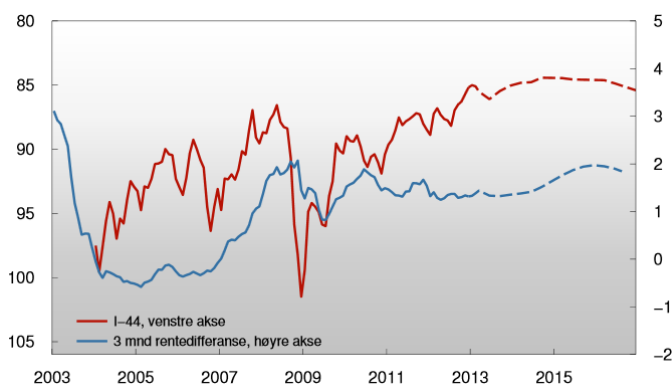
Norges Banks prognoser for renteutviklingen tyder på at rentene vil bevege seg mot et normalnivå (Finansdep. 2013b, 85). Styringsrenten forventes å være på 1,5 % til våren 2014, og deretter øke mot et normalnivå. Anslaget fra Norges Bank (figur 4.1) antyder en noe høyere styringsrente. Endring i styringsrenten vil slå ut i NIBOR, som er lånerenten mellom banker, og som er vanlig å benytte som basis i rentebetingelser til debitor.



**Figur 4.1:** Anslag på styringsrenten med sannsynlighetsfordeling. Kilde: Norges Bank.

Som eksportør er SalMar eksponert for valutarisiko. Konsernet benytter seg av terminkontrakter dersom de finner dette hensiktsmessig. Terminkontrakten sørger for at SalMar er sikret et gitt beløp på en fastsatt dato. En sterk krone vil gjøre det dyrere for importører å kjøpe norsk laks. Det forutsettes da at SalMar fakturerer sine kunder i NOK.

Den norske kronen har i 2013 styrket seg mot de viktigste handelspartnerne, men har siden depreciert noe (Norges Bank 2013). Norges Banks anslag for utviklingen til kronen er at den skal holde seg fortsatt sterk de neste tre årene. Dette er basert på figur 4.2 som viser historisk utvikling og anslag for den importveide kronekursen. Den importveide kronekursen er beregnet på grunnlag av kursen for NOK mot Norges viktigste handelspartnere.



**Figur 4.2:** L-44 (Importveid valutakurs) viser kronekursen. Stigende kurve betyr sterkere kronekurs. Kilde: Norges Bank.

På generell basis er det grunn til å tro at en appresierende krone vil kunne påvirke lakseprisen i negativ retning på grunn av økte innkjøpskostnader for importør.

Prognosene for eurokursen tilsier et nivå på mellom 7,3 og 7,4 frem til og med 2016 (SSB 2013a). Eurokursen er derfor ventet å være stabil frem mot 2016.

#### **4.6 Oppsummering**

SalMar har de siste årene vært den mest effektive produsenten av atlantisk laks, og ved å se på de interne forholdene ligger mye til rette for at dette vedvarer. Viktige interne forhold i SalMar er det konstante fokuset på kostnad - i hele verdikjeden.

I bransjeanalysen så vi at laks ikke har noen direkte substitutter, og at pris er en viktig faktor for etterspørselen. Økt satsing på VAP produkter kan gjøre selskapene mindre eksponert for substitutter. Videre så vi at det er få leverandører av fôr, og at en fusjon mellom disse potensielt kan føre til høyere priser. Kundekravene til bransjen er økende, og næringen må tilpasse seg nye krav til blant annet punktlig leveranser, fleksibilitet og timing. På konkurransearenaen er det ventet at de store aktørene fortsetter oppkjøp av mindre selskap.

Politisk har lakseoppdrett i Norge stor støtte, såfremt kravet til bærekraftighet overholdes. I utlandet er SalMar eksponert for handel- og tollbarrier, renter, konjunkturer og valuta. Den pågående krisen i Europa er interessant, da dette er SalMars største marked. Eurokursen forventes å være stabil de neste årene.

## 5.0 Regnskapsanalyse

I denne delen av oppgaven gjennomfører vi en regnskapsanalyse for å kartlegge og belyse en bedrifts økonomiske utvikling og stilling (Kristoffersen 2005). Dette vil gi oss mer innsikt i hvordan SalMar har gjort det i et historisk perspektiv, og få et bedre grunnlag til å estimere hvordan fremtiden kan bli. Vi har plukket ut de nøkkeltallene (vedlegg 1) som vi mener gir det beste bildet av selskapets utvikling. I lønnsomhetsanalysen ser vi på hvordan selskapet klarer å skape avkastning. I finansierings- og soliditetsanalysen tar vi for oss SalMars anskaffelse og anvendelse av kapital og evne til å tåle tap. Vi foretar videre en sammenligning med andre selskap i bransjen.

### 5.1 Analyse av SalMars nøkkeltall

#### Lønnsomhetsanalyse

2008	2009	2010	2011	2012
<b>10,4 %</b>	<b>18,8 %</b>	<b>22,7 %</b>	<b>4,7 %</b>	<b>8,7 %</b>

*Totalrentabiliteten for SalMar i perioden 2008 - 2012*

Totalkapitalrentabiliteten måler avkastning på den samlede kapitalen (gjeld og egenkapital) i bedriften. SalMar har hatt en stabil vekst fra 2008 til 2010. Toppnivået på 22,7 % i 2010 var grunnet historisk høye laksepriser dette året. Lakseprisene var svak i 2011, noe som gjorde store utslag på nøkkeltallet. I 2012 bedret tallet seg til tross for nok et operasjonelt utfordrende år grunnet vedvarende lave priser.

2008	2009	2010	2011	2012
<b>12,97 %</b>	<b>31,24 %</b>	<b>45,96 %</b>	<b>6,29 %</b>	<b>18,6 %</b>

*Egenkapitalrentabilitet for SalMar i perioden 2008 – 2012.*

Egenkapitalrentabiliteten viser avkastningen på hver krone egenkapital som er investert i selskapet. Vi ser at egenkapitalrentabiliteten er større enn totalkapitalrentabiliteten gjennom hele perioden fra 2008 til 2012. Dette betyr at totalkapitalrentabiliteten er større enn den gjennomsnittlige rentekostnaden. Vi ser

av tallene at eierne får mye igjen for investeringene de har gjort, da spesielt i 2010, hvor egenkapitalrentabiliteten er hele 45,96 %. Bunken i 2011 ble fulgt av en solid økning til 2012.

### *Soliditetsanalyse*

2008	2009	2010	2011	2012
<b>1,33</b>	<b>1,09</b>	<b>1,36</b>	<b>1,85</b>	<b>1,69</b>

*Gjeldsgraden til SalMar i perioden 2008 – 2012*

Gjeldsgraden er forholdet mellom egenkapital og gjeld. Hvis det er like mye gjeld i selskapet som det er egenkapital, vil denne graden ligge på 1. Desto lavere dette tallet blir, desto høyere andel av kapitalen er finansiert av eierne. Gjeldsgraden til SalMar ser relativt god ut, og man ser her at gjeldsgraden øker med investeringene som blir gjort. Gjeldsgraden er størst i 2011, som blant annet kommer av investeringen i InnovaMar.

2008	2009	2010	2011	2012
<b>42,86 %</b>	<b>47,88 %</b>	<b>42,34 %</b>	<b>35,06 %</b>	<b>37,02 %</b>

*Egenkapitalandel for SalMar i perioden 2008 – 2012.*

Egenkapitalandelen viser hvor stor del av eiendelene som er finansiert med egenkapitalen. Her er det slik at jo større egenkapitalandel selskapet har, jo mindre finansiell gearing har selskapet. Grunnet volatil laksepris må SalMar være i stand til å tåle utfordrende perioder. Dette gjør at man står bedre rustet til perioder med dårligere inntjening. Det sies at egenkapitalandelen må være over 35 % for at finansieringen skal være sunn. Dette er generelt og avhengig fra selskap til selskap. SalMar har vært over dette normtallet i hele perioden.

### *Finansieringsanalyse*

2008	2009	2010	2011	2012
<b>0,68</b>	<b>0,65</b>	<b>0,68</b>	<b>0,77</b>	<b>0,74</b>

*Finansieringsgrad 1 for SalMar i perioden 2008 - 2012*

Finansieringsgrad 1 viser om anleggsmidlene er langsiktig finansiert og i hvilken grad. Dette forholdstallet bør være mindre enn 1 (Kristoffersen 2005). Vi ser at

SalMar har vært innenfor dette kravet gjennom hele analyseperioden. Dog er det noe vekst fra 2010 til 2012. Ut fra formelen for dette nøkkeltallet, kan vi forklare dette med at det har vært en større vekst i anleggsmidlene enn den langsiktige kapitalen.

### *Likviditetsanalyse*

2008	2009	2010	2011	2012
<b>2,88</b>	<b>2,99</b>	<b>3,35</b>	<b>2,02</b>	<b>2</b>

*Likviditetsgrad 1 for SalMar i perioden 2008 – 2012*

I likviditetsanalysen ser vi på selskapets betalingsevne. Tallet tar for seg omløpsmidlene i forhold til de kortsiktige forpliktelsene selskapet har. Lærebøker sier i dag at normtallet på likviditetsgrad 1 bør ligge på 2, men det kan vi stille oss kritisk til. Gjennomsnittet for norske aksjeselskap er i dag nærmere 1,2 (Lilleberg 2013, forelesningsnotater). SalMar har gjennom hele denne perioden vært over normkravet, men likviditetsgraden har falt betydelig fra 2010. Konklusjonen er likevel at SalMar ser ut til å ha en god betalingsevne.

### *Kredittid til kunder*

Kredittid til kunder	2012	2011	2010	2009
	<b>44,66</b>	<b>38,25</b>	<b>30,9</b>	<b>27</b>

Generelt kan man si at kredittid til kunder bør være lav, og kredittid til leverandører bør være høy. Raskere innbetalinger (lavere kredittid til kunder) øker kontantstrømmen, og tregere utbetalinger (høyere kredittid til leverandører) øker kontantstrømmen. Kredittiden til kundene har økt markant siden 2009, og medfører større arbeidskapitalbehov. Dette kan ha sammenheng med den økte makten til kundene, som vi diskuterte i 4.2.3, og det kan tenkes at de har forhandlet frem bedre betingelser.

### *Kredittid til leverandører*

kredittid til leverandører	2012	2011	2010	2009
	<b>63,22</b>	<b>46,99</b>	<b>40,28</b>	<b>42,38</b>

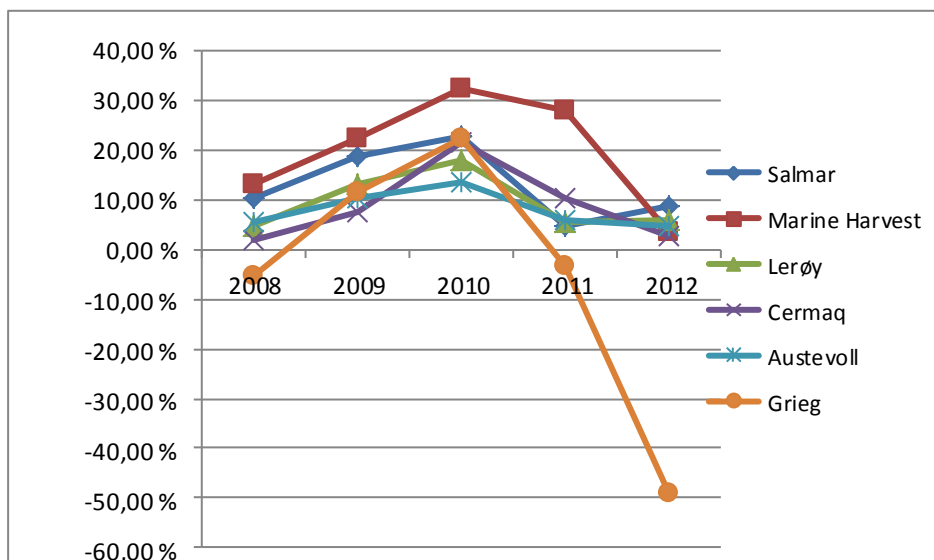
Kredittiden til leverandører bør isolert sett være lang. Leverandørgjelden er som regel rentefri, og det er gunstig for bedriften. Her ser vi en betydelig økning i kredittiden fra 2009 til 2012. Dette har vært med på å øke kontantstrømmen til



SalMar, som følge av ta utbetalingene til leverandørene utsettes. Konsernet antyder å ha hatt god likviditet i 2012 (SalMar 2013), og det er derfor ingen grunn til å tro at økningen i kredittid til leverandører skyldes svekket betalingsevne.

## 5.2 Sammenligning med konkurrenter

### Lønnsomhet

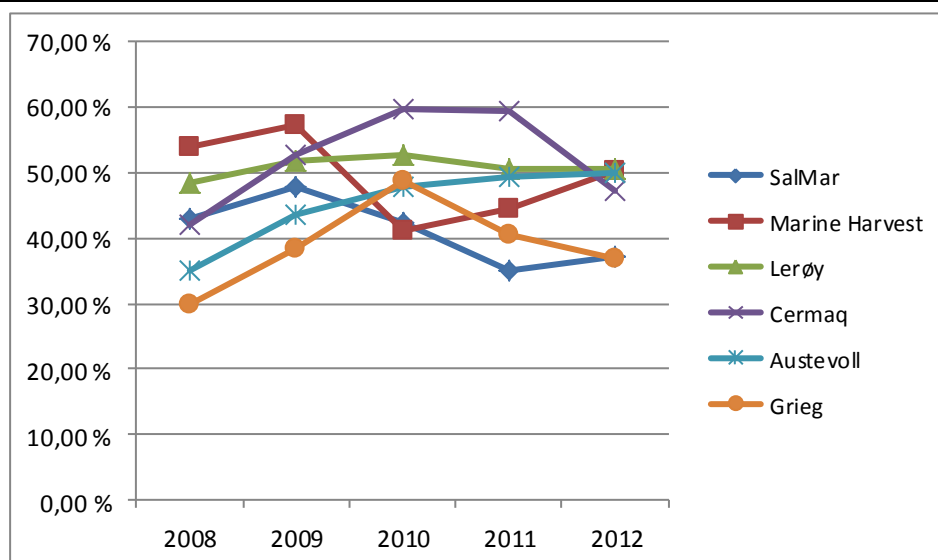


**Figur 5.1:** Totalkapitalrentabilitet for SalMar, Marine Harvest, Lerøy, Cermaq, Austevoll og Grieg i perioden 2008 – 2012.

Som vi ser av figuren 5.1 ligger SalMar godt posisjonert til sammenlignet med de andre konkurrentene. Bare Marine Harvest ligger over dem totalt sett over hele analyseperioden. Utviklingsmønsteret i rentabiliteten ser vi er noenlunde likt i alle selskapene, med unntak av Grieg som fikk utfordrende år både i 2011 og 2012.

### Soliditet

Den viktige egenkapitalandelen i oppdrettsbransjen har vært i området 30 – 60 % over hele analyseperioden. SalMar finner vi i nedre del i diagrammet. I 2011 hadde selskapet lavest egenkapitalandel. Investeringen i InnoMar har bidratt til dette, og vi ser derfor ikke på dette som bekymringsverdig. Lerøy er den som har hatt en mest stabil egenkapitalandel over tid.



**Figur 5.2:** Egenkapitalandel for SalMar, Marine Harvest, Lerøy, Cermaq, Austevoll og Grieg i perioden 2008 – 2012.

### Finansieringsanalyse

Finans.grad 1	2008	2009	2010	2011	2012
SalMar	0,68	0,65	0,68	0,77	0,74
Marine Harvest	0,48	0,60	0,82	0,74	0,66
Lerøy	0,74	0,68	0,61	0,65	0,66
Cermaq	0,67	0,66	0,56	0,59	0,58
Austevoll	0,83	0,76	0,68	0,73	0,73
Grieg	1,23	0,66	0,59	0,76	0,75

Finansieringsgrad 1 for SalMar, Marine Harvest, Lerøy, Cermaq, Austevoll og Grieg i perioden 2008 – 2012.

Som vi påpekte, sier normtallet at graden skal være under 1. Grieg er den eneste som har vært over dette tallet i hele analyseperioden. SalMar ligger nær medianen for bransjen, og finansieringsgrad 1 virker å være god.

### Likviditetsanalyse

Likviditetsgrad 1	2008	2009	2010	2011	2012
SalMar	2,88	2,99	3,35	2,02	2
Marine Harvest	3,1	1,9	1,2	1,4	3,2
Lerøy	1,9	2,3	3	2,5	2,5
Cermaq	2	3,2	3,4	2,7	2,8
Austevoll	1,8	2,1	2,7	2,3	2,3
Grieg	0,8	1,9	3	1,6	1,7

Her vises utviklingen i likviditeten i forhold til konkurrentene. Vi ser at SalMar har holdt godt med konkurrentene hele analyseperioden, bortsett fra i 2011 og 2012, hvor de er en av de som kommer dårligst ut. Dette kan tyde på at betalingsevnen forverret seg fra 2010 til 2012. Den er likevel ansett som tilfredsstillende, og selskapets årsrapport for 2012 peker på en god likviditet.

***Kredittid til leverandører***

Kredittid til leverandør	2012	2011	2010
Marine Harvest	<b>44,32</b>	<b>55,89</b>	<b>58,08</b>
Lerøy	<b>34,41</b>	<b>31,71</b>	<b>33,42</b>
Austevoll	<b>33,87</b>	<b>33,05</b>	<b>32,16</b>
Cermaq	<b>56,9</b>	<b>46,05</b>	<b>36,94</b>
Grieg ASA	<b>66,7</b>	<b>74,72</b>	<b>76,24</b>
SalMar	<b>63,22</b>	<b>46,99</b>	<b>40,28</b>

Vi ser at SalMar har hatt en betydelig forbedring. Kredittiden til leverandørene har økt, og det kan tyde på at de har forhandlet fram gode betingelser. Grieg hadde et utfordrende operasjonelt år, og kan derfor ha slitt med likviditeten. Dette kan være en årsak til den lange kredittiden til leverandører, og det kan tenkes at selskapet ikke har klart å betale sine forpliktelser til forfall. SalMar har dermed muligens høyeste kredittid til leverandørene.

***Kredittid til kunder***

kredittid til kunder	2012	2011	2010
Marine Harvest	<b>38,27</b>	<b>37,31</b>	<b>37,06</b>
Lerøy	<b>33,94</b>	<b>33,99</b>	<b>34,04</b>
Austevoll	<b>33,08</b>	<b>33,67</b>	<b>36,09</b>
Cermaq	<b>48,07</b>	<b>39,52</b>	<b>34,03</b>
Grieg ASA	<b>27,2</b>	<b>38,25</b>	<b>29,67</b>
SalMar	<b>44,66</b>	<b>38,25</b>	<b>30,9</b>

Kredittiden til kundene har økt for SalMar. Vi ser at SalMar og Cermaq sine tall viser en negativ utvikling, mens de andre selskapene har vært mer stabile. Dette kan tyde på at SalMar har vært mindre flink til å innhente utestående fordringer. Til sammenligning har den største aktøren, Marine Harvest, fått innbetalinger fra kundene i gjennomsnitt en uke før SalMar.

### 5.3 *Oppsummering*

Regnskapsanalysen viser at nøkkeltallene har hatt en generell positiv utvikling fra 2008 fram til 2011. Tallene i 2011 skyldes den lave lakseprisen og SalMars investering i InnovaMar. I bransjen er det åpenlyst at lakseprisen er kritisk for inntjeningen til selskapene. Det belyses best ved å se på lønnsomhetsanalysen hvor total kapitalrentabiliteten ble kraftig redusert i 2011. Sammenlignet med andre selskap ligger SalMars nøkkeltall godt posisjonert, bare med unntak av egenkapitalandelen i 2011. Kredittiden til leverandørene har økt betydelig, noe som kan være bra. I den andre enden er det økning i kredittid til kunder, som trekker negativt i kontantstrømmen. Vi konkluderer likevel med at vi ikke har betenkeligheter rundt lønnsomhet, likviditet eller soliditet i analyseperioden.

## **6.0 Teori innen verdivurdering**

Verdivurdering er ingen eksakt vitenskap, og baserer seg både på historiske tall og subjektive vurderinger om fremtiden (Dahl et al. 1997, 4). Det er ulike teorier innen fagfeltet, og det er vanlig å skille mellom balansebaserte og inntjeningsbaserte modeller. Hvilken metode som bør benyttes kommer an på hva verdivurderingen skal benyttes til. Vi skal nedenfor presentere et utvalg av de mest benyttede metodene. Først gir vi en innføring i hvordan risiko påvirker en verdivurdering.

### **6.1 Risiko og avkastningskrav**

Avkastningskrav er den avkastningen, eller «renta», som er nødvendig for å tiltrekke seg kapital til et prosjekt eller et selskap. Fastsettelsen av et avkastningskrav er basert på både teori og skjønn (Dahl et al. 1997, 39 – 40). Det er derfor ikke gitt hva som er et riktig avkastningskrav ved estimering av et foretaks verdi.

#### *6.1.1 Systematisk - og usystematisk risiko*

Risiko er et sentralt element ved å drive en virksomhet. Det benyttes generelt høyere avkastningskrav til risikable kontantstrømmer, og et lavere avkastningskrav til mer stabile kontantstrømmer (Damodaran 2009, 30). Risiko deles inn i en systematisk og usystematisk risiko. Systematisk risiko er den usikkerheten som ikke kan diversifiseres bort ved å investere i ulike aksjer. Forklaringsgraden i en regresjon mellom en aksje og et marked representerer denne (aksjens samvariasjon med markedet). Eksempler på systematisk risiko er makroforhold som renteutvikling, konjunkturer og valutaendringer. Usystematisk risiko er mikroøkonomiske forhold som er mulig å eliminere til et minimum gjennom diversifiserte porteføljer. Denne risikoen går også under betegnelsen *bedriftsspesifikk risiko* (Dahl et.al 1997, 5). Eksempler på slik risiko kan være et større sykdomsutbrudd i et oppdrettsanlegg, eller brann i en bedrifts produksjonslokale. Mye tyder på at en investor ikke får kompensert for den bedriftsspesifikke risikoen. Investoren kan gjennom diversifiserte porteføljer

eliminere usystematisk risiko, og blir derfor kun kompensert for systematisk risiko.

### 6.1.2 Kapitalverdimodellen

I praksis er kapitalverdimodellen (CAPM) den mest benyttede i verdsettelse. CAPM legger til grunn en risikoavers investor, som gjennom en diversifisert portefølje kun er utsatt for markedets systematiske risiko (Norli 2011). Modellen er bygd opp av tre komponenter (risikofri rente, betaverdi og markedets forventede avkastning):

$$E(r_j) = r_f \cdot (1 - s) + \beta_j \cdot [E(r_m) - r_f \cdot (1 - s)]$$

(6.1)

**Hvor:**  $E(r_j)$  forventet avkastning på aksje  $j$ .  $r_f$  er risikofri rente.  $s$  er skatt.  $\beta_j$  er betaverdi.  $E(r_m)$  er forventet avkastning på markedsporteføljen (markedspremien i parentes).

(Bøhren og Michalsen 2012, 94).

#### Risikofri rente

Den risikofrie renten symboliserer den avkastningen som investoren uansett ville oppnådd, og er den samme for alle investorene i et marked (Damodaran 2009, 32). Kapitalinntekter beskattes, og derfor multipliseres risikofrirente med 1 minus skattesatsen  $s$ . I verdsettelse er det vanlig å benytte renten på en statsobligasjon. Det benyttes eksempelvis 3, 5 og 10-årige statsobligasjoner, avhengig av hvilken tidshorison verddivurderingen skal gjelde for. Ved verddivurdering av et going concern, som er ventet å drive i «evig tid», er det vanlig å benytte en 10-årig rente på en statsobligasjon (Norli 2011, 18). Det er hensiktsmessig å benytte en norsk statsobligasjon når kontantstrømmene er i norske kroner. NIBOR-rente har også blitt benyttet som risikofrirente. Ulempen med NIBOR er at den er volatil, og dermed lite egnet (Berhtling-Hansen 2012, forelesningsnotater).

#### Beta

Betaverdien måler samvariasjonen mellom en aksje og markedet. Beta-verdien i CAPM fanger opp risikoen i investeringen (Damodaran 2009, 31 – 32). En beta på 1 representerer en gjennomsnittlig risiko, mens en beta på under eller over 1, indikerer henholdsvis en sikrere og en mer usikker investering. Matematisk er beta et uttrykk for kovariansen mellom en aksje og markedsporteføljen  $M$  dividert på variansen til markedsporteføljens avkastning (Bøhren og Michalsen 2012, 69):

(6.2)

$$\beta_j = \frac{Kov(R_j, r_m)}{Var(r_m)}$$

Beta-verdien avhenger i stor grad av aksjens forretningsrisiko og finansielle risiko (Dahl et al. 1997). Forretningsrisiko kan observeres ved å se på variasjoner i driftsresultatet. Selskaper med høy operasjonell gearing har en stor andel faste kostnader. Finansiell risiko oppstår ved opptak av fremmedkapital. Ved endring i driftsresultatet vil endringen i rentabiliteten til egenkapitalen være større enn rentabiliteten til totalkapitalen (Forutsetter Gjeld > 0). Med andre ord vil den finansielle risikoen øke med gjeldsgraden. Dette er et viktig moment i henhold til Miller og Modigliani, som sier at risikoen i et selskap med gjeld stiger med økende gjeldsgrad (Bøhren og Michalsen 2012, 260-261).

Beta er den eneste komponenten i CAPM som er direkte knyttet til kontantstrømmene vi ønsker å diskontere med avkastningskravet. For å estimere beta er det vanlig å ta utgangspunkt i den månedlige avkastningen for henholdsvis en aksje og en markedsportefølje. Det bør benyttes månedlige avkastninger fra de siste 3-5 år. Vi får da mange observasjoner uten at man går for langt tilbake i tid. Beta er en historisk verdi, og det er ønskelig at betaverdien er relevant på verdsettelsestidspunktet (Norli 2011, 19). En alternativ måte er å estimere betaverdiene til sammenlignbare selskaper, og finne en gjennomsnittsbeta i bransjen (Norli 2011, 19-20).

#### *Markedets risikopremie*

Markedets risikopremie er i likhet med den risikofrirenten lik for alle investorer i et marked. Den viser hvilken avkastning markedet er forventet å gi utover risikofri rente (justert for skatt). Markedets risikopremie multipliseres med et selskaps

betaverdi. Ved å multiplisere markedets risikopremie med selskapets betaverdi, vil en finne et estimat på den forventede risikopremien for selskapet.  $\beta > 1$  vil gi et høyere avkastningskrav enn en  $\beta < 1$ , alt annet likt. Grunnen til dette er henholdsvis høyere og lavere risiko.

Det mest vanlig er å basere markedspremien på historiske estimater. Her blir det diskusjon om hvorvidt en skal bruke markedspremien de siste 10 årene, eller gå enda lenger tilbake. Markedspremien har historisk sett svingt med flere forhold, blant annet konjunktorene. Norli (2011, 19) fremhever en markedspremie i markeder med historiske data fra tidlig 1900-tall og frem til i dag til typisk å ligge på 4,5 % – 5,5 %. PWC (2013) konkluderer med at markedspremien i Norge er rundt 5 % de siste tre årene.

### 6.1.3 WACC

Den gjennomsnittlige kapitalkostnaden for et selskap kalles total kapitalkostnaden etter skatt (*weighted average cost of capital*). For å beregne WACC må man finne verdier for henholdsvis egenkapitalkostnad og gjeldskostnad. Disse beregningene vil legge grunnlaget for å kunne finne total kapitalens avkastningskrav, altså kravet fra både eiere og kreditorer. Det utføres ved å multiplisere egenkapitalkostanden og gjeldskostnaden med henholdsvis egenkapitalandel og gjeldsandel (Bøhren og Michalsen 2012):

$$k_T = k_E \times \frac{E}{E+G} + k_G \times (1-s) \times \frac{G}{E+G}$$

(6.3)

Hvor:  $k_T$  er WACC,  $k_E$  er egenkapitalkostnaden,  $k_G$  er gjeldskostnaden,  $\frac{E}{E+G}$  er egenkapitalandelen,  $\frac{G}{E+G}$  er gjeldsandelen og  $s$  er skatt.

Det er viktig å bemerke at det er markedsverdien på egenkapital og gjeld som skal benyttes, og at disse i sum utgjør 1 (Bøhren og Michalsen 2012, 101). Dersom verdivurderingen tar utgangspunkt i kontantstrømmen til total kapitalen, er det hensiktsmessig å benytte WACC som diskonteringsrente, fordi den tar høyde for både kreditor og eiers avkastningskrav.



#### *6.1.4 Andre modeller for å estimere risiko*

Det finnes ulike modeller for å fastsette et avkastningskrav. To måter er Fama-French Three Factor Model og APT-faktor modell. Modellene er langt mer avanserte enn kapitalverdimodellen, og brukes lite i praksis (Berthling-Hansen 2012, forelesningsnotater). Vi anser metodene som lite relevante i denne oppgaven.

### **6.2 Balansebaserte metoder**

Balansebaserte metoder tar utgangspunkt i en verdivurdering av selskapets eiendeler med fratrukk for gjeld og eventuelt utsatt skatt (Dahl et al. 1997). To metoder som benyttes er substansverdi og realisasjonsverdien.

Substansverdi av egenkapitalen beregnes ved å trekke gjeld og eventuelt skatt fra markedsverdien. Metoden benyttes i de tilfeller selskapet er et «going concern». Ulike problemstillinger som kan dra nytte av modellen er hvorvidt en skal bygge et anlegg eller kjøpe et eksisterende, om det går an å selge eiendelene i selskapet uavhengig av virksomheten, og hvis eiendelene i selskapet er uavhengig av virksomheten som drives (Dahl et.al 1997, 13).

Realisasjonsverdien er relevant i de tilfeller det er aktuelt å avvikle virksomheten. Metoden tar utgangspunkt i bokført egenkapital. Det må foretas en korrigering mellom bokførte og virkelige verdier for både egenkapital og gjeld. Metoden er en variant av substansverdien som er beskrevet ovenfor. En viktig forskjell er at det i substansverdien er lagt til grunn going concern-betraktninger, og at realisasjonsverdien dermed vil være lavere. Dessuten er avvikling ofte knyttet til at kjøper betaler en lavere pris og at det eksisterer andre betydelig kostnader ved nedleggelse (Dahl et al. 1997, 19).

Balansebaserte metoder benyttes i hovedsak til avvikling av selskap, ved oppkjøp av et selskaps fysiske eiendeler og i de tilfeller det finnes et annenhåndsmarked

for selskapets eiendeler. I verdivurdering av et «going concern» vil metodene være lite egnet, da de ikke tar høyde for fremtidige kontantstrømmer.

### 6.3 Diskontert kontantstrømmodell

Den diskonterte kontantstrømmodellen (DCF-modellen) tar utgangspunkt i å estimere fremtidige kontantstrømmer, og diskontere dette med et rimelig avkastningskrav. Verdien av selskapet er dermed nåverdien av fremtidige kontantstrømmer (Damodaran 2009):

$$\text{Value of Business} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{E(CF_t)}{(1+r)^t}$$

(6.4)

**Hvor:**  $E(CF_t)$  er fremtidige kontantstrømmer,  $(1+r)^t$  er avkastningskravet,  $t$  er antall perioder.

Det er to ulike måter å beregne diskontert kontantstrøm på: Fri kontantstrøm til henholdsvis egenkapital (FCFE) og totalkapitalen (FCFF). Det er viktig å merke seg at FCFE også kan finnes indirekte gjennom den totale selskapsverdien (FCFF). Dette gjøres ved å subtrahere netto rentebærende gjeld fra selskapsverdien, og dermed få et estimat på verdien av egenkapitalen. I utgangspunktet skal verdien til egenkapitalen bli den samme om den er funnet gjennom FCFE eller indirekte gjennom FCFF (Damodaran 2009, 23-24).

FCFE regner verdien til egenkapital direkte. Her brukes et avkastningskrav som reflekterer egenkapitalkostnaden. Dahl (2011) benytter følgende oppsett for å beregne kontantstrøm til egenkapitalen:

FCFE =

- EBITDA (Driftsresultat før renter, skatter, avskrivning og nedskrivning)
- + netto finansposter
- + endring i driftsrelatert arbeidskapital eksklusive rentebærende poster
- Netto investeringer
- + Nye lån (kortsiktig og langsiktig)

– avdrag lån  
– 28 % skatt på beregnet skattepliktig resultat  
= Fri kontantstrøm til egenkapitalen  
(6.5)

FCFF regner verdien til totalkapitalen (enterprise value). Dette er den metoden som er mest benyttet i praksis (Dahl 2011). Enterprise Value (EV) er altså verdien som henføres til både eiere og kreditorer. WACC benyttes som avkastningskrav, og avkastningskravet blir normalt lavere enn det vi benytter for å finne verdien av egenkapitalen direkte (FCFE). Grunnen til det er at egenkapitalkostnaden ofte er større enn totalkapitalkostanden, da det er knyttet mer risiko til egenkapitalen enn til totalkapitalen ved gjeldsfinansiering. Dahl (2011) benytter følgende oppsett for å finne kontantstrømmen til totalkapitalen:

EBITDA (Driftsresultat før renter, skatter, avskrivning og nedskrivning)  
+/- Endring i driftsrelatert arbeidskapital ekskl. rentebærende poster  
- Netto investeringer  
- Skatt på EBIT (Driftsresultat)  
= Kontantstrøm til totalkapitalen  
(6.6)

Det er krevende å estimere kontantstrømmer inn i fremtiden. Erfaring viser at det allerede etter 3 år er stor grad av usikkerhet i kontantstrømmene (Dahl 2011). Det er vanlig å budsjettere kontantstrømmer 5-10 år frem i tid, og deretter benytte en terminalverdi. Terminalverdien er den gjenstående verdien av selskapet etter de budsjetterte kontantstrømmene (Damodaran 2009, 45). Det er utfordrende å finne frem til et tidspunkt der en terminalverdi skal settes inn. For et going concern er det vanlig å beregne terminalverdien i henhold til følgende formel:

$$\text{Terminal value}_n = \frac{\text{Cash flow in Year } n + 1}{\text{Discount Rate} - \text{Perpetual Growth Rate}}$$

(6.7)

Hvor: *Cash flow in Year n + 1*: Kontantstrøm i år n + 1, *Discount Rate*: Avkastningskrav, *Perpetual Growth Rate*: evig konstant vekst

---

(Damodaran 2009, 46)

Den evige konstante veksten for et selskap er svært avgjørende for verdsettelsen av terminalverdien (Damodaran 2009, 46). Små forskjeller kan utgjøre betydelige endringer i verdien av selskapet. I en verdivurdering vil terminalverdien ofte utgjøre en stor del av selskapets verdi. Som nevnt ovenfor utgjør de eksplisitte kontantstrømmene en periode på opptil 10 år. Dersom selskapet forventes å drive virksomhet i uoverskuelig fremtid, illustrerer det godt terminalverdiens betydning for verdien.

Terminalverdi benyttes helst når stabil vekst inntreffer for selskapet (Berthling-Hansen 2012, forelesningsnotater). Mye av utfordringen er å forutse når selskapet anses som modent. Vekst fortsetter sjelden inn i himmelen og en klassisk feil i verdivurdering er å overvurdere vekst i volum og inntekter. I andre enden gjøres det samme med kostnader, reinvesteringer og investeringer, som blir undervurdert.

#### 6.4 Dividendemodeller

Dividendemodeller søker å finne verdien av en aksje ut i fra forventet utbytte (dividende), avkastningskrav og vekst. En investor som kjøper en aksje forventer to typer kontantstrømmer; i form av dividende og en forventet pris på aksjen i perioden han holder aksjen. I teorien er verdien av en aksje fremtidige dividende utbetalinger, og hvis dette forutsettes, kan en dividendemodell benyttes. For å forenkle estimering av fremtidig dividende, er det vanlig å foreta forenklinger. Gordons modell forutsetter at dividenden øker med samme prosent årlig i uoverskuelig fremtid, og at det er en konstant vekstfaktor  $g$  på dividenden (Dahl et.al 1997, 20):

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

(6.8)

Hvor:  $P_0$  = verdien pr aksje,  $D_1$  = forventet dividende,  $k$  = avkastningskrav,  $g$  = vekst i dividende.

Modellen er svært følsom for endringer i både avkastningskrav og vekst. I realiteten er det langt fra alle selskaper som utbetaler dividende. Teoretisk er modellen velegnet, men i praksis vil den kunne være mangelfull.

### **6.5 Normalresultatmetoden**

Metoden er en forenklet modell som tar utgangspunkt i at man beregner et antatt fremtidig normalt resultat, med utgangspunkt i de ressursene selskapet besitter på verdivurderingens tidspunkt og det resultatpotensiale man kan se ut fra de siste års resultater. Metoden krever at man estimerer et fremtidig normalresultat, et avkastningskrav, realvekst i resultatet, tidshorisont og eventuelt en terminalverdi ved slutten av tidsperioden (Dahl et al. 1997, 29 – 30). Videre må man ta stilling til om man skal regne normalresultat til totalkapitalen eller egenkapitalen (da dette er avgjørende for valg av avkastningskrav).

### **6.6 Multipler**

Multipelmodeller er en rask og enkel metode for å verdsette et selskap, med de begrensninger dette gir. Det er ikke anbefalt å basere en verdivurdering på bruk av multipler, men metoden er godt egnet for å etterprøve og kvalitetssikre andre modeller (Soffer og Soffer 2002, 385). Gangen i en multipelberegning er først å finne sammenlignbare selskaper. Deretter velges en verdidriver for multiplene. Multipler er derfor mest aktuell å bruke på et selskap som er en av flere i en bransje, og som er sammenlignbar med sine konkurrenter. Dahl (2011) fremhever P/E, P/S og EV/EBITDA som de mest benyttede multiplene.

#### *Price/Earnings*

P/E er en multiplikator som baserer seg på forholdet mellom pris per aksje og resultat per aksje (EPS). Det er den mest benyttede multipelmetoden i praksis. En P/E på 10 vil si at aksjen prises 10 ganger resultatet. Sagt på en annen måte vil det si at en investor er villig til å betale 10 kroner per aksje for 1 kroner EPS. Det vil da ta 10 år for investoren å få investeringen tilbake (ser bort fra inflasjon og

avkastningskrav) Det er mest vanlig å benytte utvannet resultat per aksje (EPS diluted) i beregningen (Soffer og Soffer 2002, 104).

Ved bruk av P/E-metoden i verdivurdering ser man på bransjens gjennomsnittlige P/E, og multipliserer denne med EPS (diluted) til det selskapet man foretar en verdivurdering av. Det er vanlig å skille mellom Trailing P/E og en forward P/E. Trailing tar utgangspunkt i tidligere resultat, mens forward P/E baserer seg på forventet fremtidig resultat (Damodaran 2009, 93). P/E som er negativ for et selskap blir sett på som ugyldig, og er ikke hensiktsmessig å ta med i et bransjegjennomsnitt (Investopedia 2009). Matematisk er det derimot ingen problemer med en negativ verdi.

#### *Price/Sales*

Price/Sales står for forholdet mellom markedspris per aksje og salgsinntekt per aksje (Damodaran 2009, 94). Fordelen med metoden er at salgsinntektene vil være uavhengige av regnskapsmessige vurderinger. På den annen side blir det en ulempe, da for eksempel kostnader utelukkes. Ofte er det nettopp kostnadselementene som avgjør om et selskap er lønnsomt eller ikke. For vurdering av et oppdrettsselskap, hvor kostnader er et svært viktig element, ser vi på metoden som uegnet i denne oppgaven.

#### *EV/EBITDA*

Enterprise Value (EV) er total kapitalverdien. Denne er utgangspunkt for en multiplere som er mye i bruk i praksis (Dahl 2011, 9): EV/EBITDA. EBITDA står for resultat før renter, skatt, avskrivning og nedskrivning. Vi tok for oss P/E, ovenfor, som regner verdien til egenkapitalen direkte. Nå ser vi altså på en multiplere som gir verdien til sysselsatt kapital, altså total kapitalen. For å finne verdien av egenkapitalen må man som ved FCFF-metoden trekke fra markedsverdien av netto gjeld. I verdivurdering kan det være nyttig å studere tallene multiplene gir. Ved å bruke et gjennomsnittlig nivå på disse, kan man bli klokere på hvilken vekst man kan forvente i bransjen. Høye verdier tilsier stor vekstforventning og lave verdier kan tyde på lav fremtidig vekst. En annen fordel med disse multiplene er at kapitalstrukturen ikke tas hensyn til, og at man dermed kan sammenligne selskaper med ulike gjeldsgrader. En ulempe er at selskapene

ofte er i ulike vekststadier, og at størrelsen på dem kan avvike betydelig (Dahl 2011).

### 6.7 *Residual Income modellen*

Residual income (RI) er forskjellen mellom NOPLAT (driftsresultat justert for skattebetaling) og avkastningskravet multiplisert med bokført verdi av operasjonelle eiendeler. Vi må derfor korrigere den bokførte balansen for ikke-operasjonelle eiendeler. Ikke-operasjonelle eiendeler er eiendeler som strengt tatt ikke kreves for å opprettholde den operasjonelle driften (for eksempel eierinteresser i tilknyttede selskap). RI modellen (RIM) estimerer verdi som en funksjon av bokført verdi og RI. På mange måter er RIM en kontantstrømmodell, da det er sammenheng mellom resultatoppstillingen, kontantstrømmen og balansen (Soffer og Soffer 2002, 267). Modellen tar ikke hensyn til avskrivninger. En avskrivning som økes, vil slå ut i RI hvert år og oppveie nåverdien til den samme. Soffer og Soffer (2002) anbefaler å regne ut RI indirekte til egenkapital, for så å trekke fra gjeld og legge til markedsverdi av ikke-operasjonelle eiendeler. RI kan også estimeres direkte til egenkapital, men dette krever mer estimering (blant annet av rentekostnader som følge av gjeld). Verdien av egenkapitalen finnes ved (RI-modell indirekte til egenkapitalen):

$$Egenkapital = OPNA_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{NOPLAT_t - K_T * OPNA_{t-1}}{(1 + K_T)^t} + NONOP - DEBT - OCAP$$

(6.9)

**Hvor:** *OPNA* er bokverdi av operasjonelle eiendeler, *NOPLAT* er driftsresultat justert for skatt, *K<sub>T</sub>* er avkastningskravet til totalkapitalen (*wacc*). *NONOP*, *DEBT* og *OCAP* er markedsverdi av henholdsvis ikke operasjonelle eiendeler, gjeld og andre kapitalkrav.

(Soffer og Soffer 2002).

I likhet med DCF-metoden brukes terminalverdi etter den eksplisitte perioden. Denne kan estimeres på flere måter, men den mest benyttete er «zero net present value investments». Denne forutsetter at alle investeringer selskapet foretar i den

implisitte perioden har nåverdi lik 0. Derimot legges det inn en evig vekst.

Terminalleddet i RI-modellen berregnes slik:

$$\text{Terminalverdi} = \frac{RI_{N+1} - (OPNA_{N+1} - (1 + g) * OPNA_N)}{(Kt - g) * (1 + Kt)^N}$$

(6.10)

**Hvor:** *RI* er residual income en periode frem,  $OPNA_{N+1}$  er bokført verdi

operasjonelle eiendeler en periode frem,  $OPNA_N$  er bokført verdi operasjonelle

eiendeler i perioden.  $Kt$  er WACC og  $g$  er konstant vekst.

(Soffer og Soffer 2012).

Det er uenighet om hvorvidt RI-modellen eller DCF-modellene er den beste.

Terminalleddet i RI-modellen er som regel langt lavere enn i DCF-modellen.

Terminalleddet er beheftet med stor usikkerhet, og en lavere verdi på dette leddet kan derfor se mer nøyaktig ut. Det er derimot ingen bevis for at terminalverdien er mer nøyaktig i RI-modellen (Soffer og Soffer 2005, 279).

## 6.8 Metodevalg for verdivurdering av SalMar

Vi har over diskutert ulike metoder innen verdivurdering. Vi anser SalMar som et «going concern» med drift i uoverskuelig fremtid. Balansebaserte metoder og normalresultatmetoden ser vi på som uegnet, da disse ikke tar hensyn til fremtidige kontantstrømmer. Vi har allerede antydnet at dividendemodeller er best i teorien. Valget av hovedmodell faller på diskontert kontantstrøm (DCF) til total kapitalen. Metoden er benyttet i de fleste tilfeller ved verdivurdering av et «going concern». I tillegg ønsker vi å kvalitetssikre verdivurderingen ut i fra FCFF ved bruk av DCF-modellen til egenkapitalen direkte (FCFE), P/E og RIM. Vi anser multipler som lite nøyaktige, men velger likevel å benytte P/E, da den er mye brukt i praksis og gir oss et raskt estimat på verdien. Dette kan bidra til å kvalitetssikre estimatet fra FCFF. Til slutt benytter vi Residual Income modellen, som tar utgangspunkt i SalMars balanse og estimerte resultatoppstilling, for å finne nåverdien.

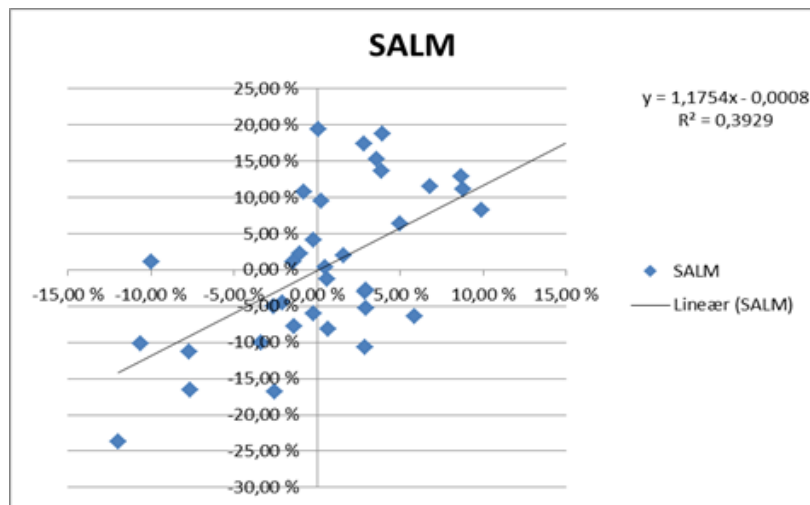


## 7.0 Avkastningskrav

I dette kapittelet skal vi fastslå avkastningskravet til eiere (egenkapitalkostnad) og kreditorer (gjeldskostnad), samt selskapets WACC.

### 7.1 Selskapets beta

I figur 7.1 har vi foretatt en regresjon mellom aksjekursen til SalMar (SALM) og hovedindeksen på Oslo Børs (OSEBX) i excel. Basert på månedlig avkastning de siste tre år gir dette SalMar en betaverdi tilnærmet lik 1,18 (som representerer helningen på regresjonslinjen). Forklaringsgraden viser selskapets systematiske risiko som er 39 %. Beta er et historisk estimat, og det kan være uheldig å benytte data fra mange år tilbake. SalMars betydelige vekst de siste årene har medført betydelige endringer i selskapet. Vi finner derfor en treårsperiode for å beregne beta som mest egnet.



**Figur 7.1:** Regresjonsanalyse mellom SalMar (x-aksen) og OSEBX (y-aksen).

For å kvalitetssikre beta-estimatet har vi sett på betaverdiene på øvrige norske børsnoterte oppdrettsselskap (vedlegg 2). Selskapenes beta er vektet i forhold til hvor stor markedsverdien av selskapene er. Informasjon er hentet fra Oslo Børs. Den vektede betaen for bransjen er 1,24 (eksklusiv SalMar). SalMars betaverdi på 1,18 er dermed relativt nær gjennomsnittet til de øvrige. Vi anser derfor en betaverdi på 1,18 som egnet ved fastsettelse av egenkapitalkostnaden for selskapet.

Over tid vil et selskaps beta konvergere mot 1 (Blume 1975, 794). For å justere dette laget Blume en formel (7.1) som justerer betaen mot 1, og denne formelen gir SalMar en beta justert på 1,12.

$$\beta_{\text{Justert}} = \beta_{\text{Raw}} * P + 1,0 * (1 - P), \text{ hvor } P = 0,67$$

(7.1)

## 7.2 Egenkapital- og gjeldskostnad

For å finne egenkapitalkostanden bruker vi kapitalverdimodellen. Den risikofrirenten baseres på en 10 års norsk statsobligasjon. Vi har valgt å benytte gjennomsnittet for 2012 som var 2,10 %. Ulike analyser av markedspremien viser at den ligger i området rundt 5 %. I oppgaven bruker vi derfor en markedspremie på 5 %. Skatten setter vi til 27 %, da det er denne satsen vi forutsetter blir gjeldende fra og med 2014, og som derfor vil ha størst betydning i verdivurderingen.

For å finne egenkapitalkostnaden setter vi inn verdiene i kapitalverdimodellen (6.1):

$$\text{Egenkapitalkostnad} = 2,10 \% * (1 - 0,27) + 1,12 (5 \%) = 7,133 \%$$

Rentebetingelsene som gis debitorer baseres på en risikofri rente. I tillegg legges det inn en margin som gjenspeiler risikoen knyttet til om debitor overholder forpliktelsene sine (Damodaran 2009, 35). SalMar betaler NIBOR-rente pluss en margin på sin rentebærende gjeld. Denne marginen kan variere mellom 1,25 % og 4,50 % (SalMar 2013). For å finne en tilnærmet gjeldskostnad tar vi derfor utgangspunkt i gjennomsnittsverdien mellom disse. I følge Norges Bank var gjennomsnittlig NIBOR 3 måneders rente på 2,24 % i 2012. Vi velger å legge denne til grunn for beregningen. Vi finner da en gjeldskostnad tilnærmet 5,12 % (2,875 % + 2,24 %) før skatt.

### 7.3 Egenkapital- og gjeldsandel

Problemstillingen i denne oppgaven søker å finne verdien av egenkapitalen i SalMar. Vi må her foreta en skjønnsmessig vurdering av egenkapitalen til SalMar. For å finne egenkapitalandelen benytter vi derfor aksjekurs multiplisert med antall utestående aksjer. I sum utgjør dette markedsverdien av SalMars egenkapital, og er verdien vi skal etterprøve i denne oppgaven. For å finne en mer nøyaktig verdi bruker vi et gjennomsnitt for kursen de siste 6 månedene. Gjennomsnittskursen mellom 14.november 2012 og 14.mai 2013 var 50,57 NOK. Multiplisert med antall utestående aksjer får vi en markedsbasert egenkapitalverdi på 5 729 581 TNOK.

I motsetning til verdien av egenkapitalen, er det ofte konsistens mellom den virkelige verdien og den bokførte verdien av gjeld (Berthling-Hansen 2012, forelesningsnotater). I SalMars årsrapport for 2012 er netto rentebærende gjeld TNOK 2 764 380. I mangel på et bedre estimat baserer vi gjeldsandelen på den bokførte verdien.

### 7.4 Avkastningskravet til totalkapitalen - WACC

Egenkapitalkostnaden har vi beregnet til 7,133 %. Gjeldskostnaden ble beregnet til 5,12 % (før skatt). Estimer for egenkapital- og gjeldsandel er på henholdsvis 5 729 581 TNOK og 2 764 380 TNOK. Vi setter inn i (6.3) og finner WACC:

$$WACC = 7,133 \% * \frac{5\,729\,581}{5\,729\,581 + 2\,764\,000} + 5,12 \% (1 - 27 \%) * \frac{2\,764\,000}{5\,729\,581 + 2\,764\,000} = 6,028 \% \approx 6,03 \%$$

## 8.0 Prognostisering

I dette kapitlet skal vi prognostisere størrelsene som legges til grunn for beregning av DCF og RIM i kapittel 9. Det legges til grunn en eksplisitt periode på 6 år (hvor 2013 er år 1), og det fastsettes en terminalverdi fra år 2019.

### 8.1 Volum

Volum estimeres i henhold til Kontali Analyses prognoser som tilsier 3 % årlig vekst innen produksjon av atlantisk laks i perioden 2013 – 2020. Det er ventet at veksten i Chile vil være en viktig drivfaktor. Mye tyder derfor på at SalMar må vokse mer enn gjennomsnittet i Norge. Det forventes at trenden med oppkjøp og fusjoner fortsetter, og vi forutsetter at SalMar gjennom blant annet oppkjøp, i tillegg til bedre utnyttelse av nåværende konsesjoner, holder tritt med veksten.

	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Forventet volum (tusen tonn)	116 000,00	119 480,00	123 064,40	126 756,33	130 559,02	134 475,79
Årlig vekst		3 %	3 %	3 %	3 %	3 %
(Q1, Q2); (Q3, Q4)	35 %, 65 %	37 %, 63 %	39 %, 61 %	41 %, 59 %	41 %, 59 %	41 %, 59 %

*Estimering av slaktevolum. Volumet i 2013 er basert på SalMars estimat for 2013.*

Vi forutsetter at ny MTB-regulering blir innført i næringen. Dette medfører større fleksibilitet for SalMar. Dagens MTB-regulering har medført stor slakt på høsten for ikke å overskrive MTB. En ny regulering vil føre til at større volum kan slaktes i Q1 og Q2. Vi forutsetter at dette vil føre til en jevnere produksjon, med årlig 2 % mer volum i Q1 og Q2 i 2014, 2015 og 2016. Deretter forutsettes en stabil produksjon på 41 % i første halvår og 59 % i andre halvår. Naturlige forutsetninger fører uansett til større volum på høsten. Estimatet på 35 % og 65 % i 2013 er basert på SalMars forventede slaktemengde i henholdsvis første og andre halvår (SalMar 2013). En jevnere produksjon over året medfører større volum i første halvår hvor lakseprisene er generelt høyere. I DCF og RI vil dette slå ut som følge av høyere gjennomsnittlig laksepris over året. Kritikere kan hevde at en jevnere etterspørsel vil føre til jevnere priser. Derimot ser bransjen den store fordelene med ny MTB-regulering at man kan «time» mer slakt til perioder med gode priser. I realiteten kan det derfor heller være at oppdretterne får en

gjennomsnittlig bedre pris som følge av reguleringen. I vedlegg 3 har vi lagt med de estimerte volumene halvårlige slaktevolumene i den eksplisitte perioden.

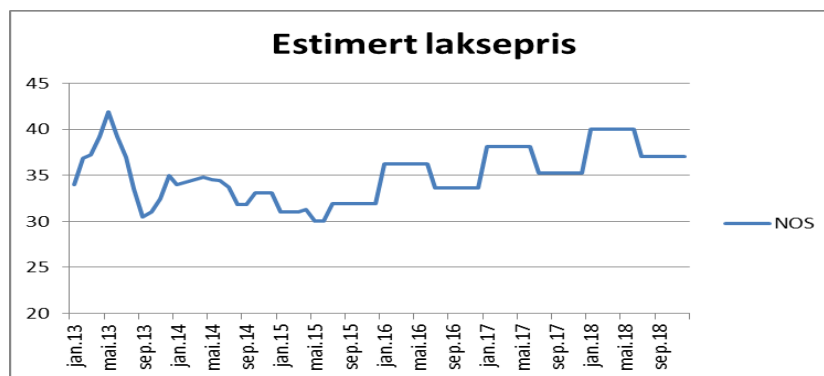
## 8.2 *Inntekter*

Inntektene fordeles på to poster: *Salgsinntekt* og *inntekt fra tilknyttede selskap*. Salgsinntekt beregnes som en funksjon av *volum*, *laksepris* og *merverdi*. *Inntekt fra tilknyttede selskap* tilskriver seg fra SalMars eierinteresser i andre selskap.

### *Laksepris*

I 2013 har gode laksepriser ført til at selskapene i større grad har solgt laks i spotmarkedet. Basis for prisen i første halvår 2013 settes derfor til gjennomsnittlig NOS spot-pris. I perioden juni 2013 – april 2015 baserer vi lakseprisen på forwardpriser fra Fish Pool. Forward er en terminkontrakt mellom to parter som inngås *i dag* til en gitt pris for et bestemt volum i fremtiden. Selgeren vil tape på forfallsdagen dersom forwardprisen er lavere enn spot-pris og realisere en gevinst dersom forwardprisen er høyere enn spot-pris (Fish Pool 2013).

Perioden fra mai 2015 estimeres ut fra gjennomsnittlig NOS spot-pris halvårlig for 2004 – 2012, som vi justerer for inflasjon (2,5 %). I mangel på estimater og med bakgrunn i usikkerhet, mener vi dette er den beste løsningen. Etterspørsel er ventet å være lik tilbudet i perioden, men grunnet ujevnheter i begge faktorene, er det rimelig å anta fluktuasjoner i lakseprisen. Et gjennomsnitt basert på historiske data anser vi derfor som best egnet. De estimerte lakseprisene er vedlagt (vedlegg 4) og figur 8.1 viser estimeringen grafisk.



**Figur 8.1:** *Estimert laksepris.*

*Merverdi*

For å estimere en merverdi utover laksepris multiplisert med volum, har vi sett på årene 2010 – 2012. Vi ser bort fra år 2008 og 2009, da SalMar de siste årene har økt andelen VAP produkter betydelig. Grunnet flere forhold, blant annet kontrakter og videreforedlede produkter, har salgsinntektene vært høyere enn laksepris multiplisert med volum. Merverdien baseres på et gjennomsnitt for 2010 – 2012.

	2010		Tot	2011		Tot	2012		Tot
	Q1 - Q2	Q3 - Q4		Q1 - Q2	Q3 - Q4		Q1 - Q2	Q3 - Q4	
NOS (gj.snitt)	36,78	37,9		38,79	24,92		26,92	26,207	
Volum	22,7	42,3		29,9	63,1		37,6	65	
Totalt volum			65			93			102,6
NOS x volum	834 906	1 603 170		1 159 821	1 572 452		1 012 192	1 703 455	
Value added	<b>1,53</b>	<b>1,34</b>		<b>1,45</b>	<b>1,36</b>		<b>1,58</b>	<b>1,53</b>	
Salgsinntekt	1 277 400	2 152 000		1 686 500	2 142 600		1 599 300	2 604 000	

*Beregning av gjennomsnittlig merverdi (value added) i perioden 2010 – 2013.*

I tabellen over ser vi at «Value added» varierer fra et tillegg på 43 % til 58 %. Vi benytter dermed en gjennomsnittsverdi på 45 %. Grunnet SalMars strategi med økt produksjon av videreforedlede produkter, forutsetter vi at denne verdien øker utover i estimeringsperioden. Vi legger dermed inn en skjønnsbasert årlig økning på 0,5 % (se estimering av SalMars salgsinntekter nedenfor).

*Salgsinntekter*

Under følger estimeringen av SalMars salgsinntekter i den eksplisitte perioden:

	2013e		2014e		2015e	
	Q1 - Q2	Q3 - Q4	Q1 - Q2	Q3 - Q4	Q1 - Q2	Q3 - Q4
NOS x volum	1 545 777	2 507 050	1 522 583	2 466 426	1 473 850	2 395 461
Added value	45,00 %	45,00 %	45,50 %	45,50 %	46,00 %	46,00 %
Salgsinntekt halvårlig	2 241 377	3 635 223	2 215 359	3 588 649	2 151 821	3 497 373
<b>Salgsinntekt pr år</b>	<b>5 876 600</b>		<b>5 804 008</b>		<b>5 649 194</b>	

Bacheloroppgave i BTH 9503 – Verdivurdering av SalMar ASA

2016e		2017e		2018e	
Q1 - Q2	Q3 - Q4	Q1 - Q2	Q3 - Q4	Q1 - Q2	Q3 - Q4
1 885 475	2 512 070	2 038 927	2 716 842	2 205 403	2 937 987
46,50 %	46,50 %	47,00 %	47,00 %	47,50 %	47,50 %
2 762 221	3 680 182	2 997 223	3 993 758	3 252 969	4 333 530
<b>6 442 403</b>		<b>6 990 980</b>		<b>7 586 500</b>	

*Estimering av SalMars salgsinntekter.*

*Inntekter fra tilknyttede selskap*

SalMar har de siste årene både solgt aksjer og kjøpt aksjer i ulike selskap. Vi baserer derfor inntekter fra tilknyttede selskap til gjennomsnittet fra 2009 – 2012. Dette inflasjonsjusteres med 2,5 %. Selskapet hadde lite inntekt i denne posten i 2008 og vi utelater derfor dette året fra gjennomsnittet. Inntektene er i hovedsak knyttet til Norskott Havbruk og Bakkafrost. Nedsalget i sistnevnte selskap burde slått ut i lavere estimerte inntekter knyttet til denne posten. Derimot kan SalMar kjøpe aksjer i andre selskaper, og vi mener derfor at gjennomsnittet vil være det mest egnede for estimering av kommende kontantstrømmer. Gjennomsnittstallet inflasjonsjusteres og justeres for skatt.

	2009	2010	2011	2012	gj.snitt
<b>Inntekter fra tilknyttede selskap</b>	56 769	117 365	97 999	93 909	91 511

*Gjennomsnittlig inntekt fra tilknyttede selskap perioden 2009 – 2012.*

*Rente- og finansinntekter*

For å finne verdien av egenkapitalen direkte (FCFE) trenger vi estimerer for rente- og finansinntekt. Dette baserer vi på gjennomsnitt for 2008 – 2012. Tallene inflasjonsjusteres.

	2008	2009	2010	2011	2012	gj.snitt
Renteinntekt	3495	330	5 639	5 276	2 956	
Finansinntekter	364	30066	18 495	2 774	50 177	
<b>Rente- og finansinntekt</b>	<b>3859</b>	<b>30396</b>	<b>24 134</b>	<b>8 050</b>	<b>53 133</b>	<b>23 914</b>

*Beregning av gjennomsnittlig rente- og finansinntekt i perioden 2008 – 2012.*

### 8.3 Kostnader

*Førkostnad*

Førkostnadene utgjør halvparten av totale kostnader. For å estimere førkostnad har vi sett på gjennomsnittlig førkostnad i årene 2008 – 2012. Ved beregning av førkostnad har vi tatt utgangspunkt i 50 % av totale kostnader (før justering av biomasse). Det er beheftet med stor usikkerhet, men vi mener likevel at et gjennomsnitt vil gi indikasjoner som er nær virkeligheten.

	2008	2009	2010	2011	2012	Gj.snitt
Førkostnad (50% av tot.kostn)	721 240	883 497	1 432 501	1 850 097	2 174 148	
<b>Forkostnad pr slaktet tonn</b>	13 431	13 740	22 038	19 894	21 191	<b>18 059</b>

*Beregning av gjennomsnittlig førkostnad per slaktet tonn i perioden 2008 – 2012.*

		2013	2014	2015	2016	2017	2018
Førkostnad gj.snitt 2008 - 2012	18 059						
<b>Førkostnad</b>		2 147 184	2 323 562	2 577 288	2 930 189	3 414 698	4 078 802

*Estimering av førkostnad.*

I estimeringen av førkostnad tar vi utgangspunkt i 18,059 millioner kroner per tusen tonn slaktevolum, og multipliserer dette med solgte mengde i det enkelte år. Som følge av redusert lønnskostnad per tusen tonn vil førkostnaden som andel av totale kostnader øke til mer enn 50 % utover i den eksplisitte perioden.

#### *Lønnskostnad*

Lønnskostnad estimeres ut i fra slaktevolum. Vi har tatt utgangspunkt i en gjennomsnittlig lønnskostnad per tusen tonn for perioden 2008 – 2012 på 4,47 millioner kroner. I tillegg legger vi inn en effektivitetsforbedring for å illustrere kostnadseffektivitet som følge av InnovaMar. En svakhet er her at vi ikke har hold i å kunne påstå hvor stor effektivitetsbedringen blir. Strategien til SalMar er å være kostnadseffektiv, og vi mener derfor reduserte kostnader per produsert kilo bør legges inn i lønnskostnaden. Videre anser vi volum som en god kostnadsdriver, da økt volum påvirker lønnskostnaden, og at majoriteten av de ansatte jobber inn mot produksjon. Et gjennomsnitt for årene 2008 – 2012 mener vi er fornuftig å bruke. Dette på bakgrunn av den årlige variasjonen i hvor stor lønnskostnaden er i forhold til produsert volum, og den betydelige veksten som gjør det lite egnet å bruke regnskapstall fra før 2008.



## Bacheloroppgave i BTH 9503 – Verdivurdering av SalMar ASA

Lønnskostnad (TNOK)	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Volum (tusen tonn)	102,6	116,0	119,5	123,1	126,8	130,6	134,5
Lønnskostnad 2012	483 215						
Lønnskostnad per tusen tonn 2012	4 710						
Lønnskostnad per tusen tonn (gj.snitt 2008 - 2012)	4 470						
Estimert lønnskostnad før eff.bedring og prisvekst		518 520	534 076	550 098	566 601	583 599	601 107
<b>Lønnskostnad</b>		<b>526 168</b>	<b>549 891</b>	<b>579 066</b>	<b>608 222</b>	<b>640 480</b>	<b>674 444</b>
Årlig effektivitetsforbedring		1 %	1 %	0,75 %	0,50 %	0,25 %	0,25 %

### *Estimering av lønnskostnad.*

#### *Diverse kostnader*

Diverse kostnader inkluderer annen driftskostnad og rest varekjøp. Denne har vi beregnet ut fra et gjennomsnitt per tusen tonn i perioden 2008 – 2012.

		2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Div. kostn per tusen tonn (gj.snitt 2008-2012)	12 040						
<b>Diverse kostnader</b>		<b>1 431 519</b>	<b>1 511 326</b>	<b>1 595 583</b>	<b>1 684 537</b>	<b>1 778 450</b>	<b>1 877 598</b>

### *Estimering av diverse kostnader.*

#### *Særskilte biologiske kostnader*

SalMar har stått ovenfor uforutsette hendelser som sykdom og lakserømming. Det er en tvilsom påstand å hevde at selskapet ikke vil stå ovenfor dette i fremtiden.

Vi legger dermed inn en fast årlig kostnad knyttet til særskilte biologiske hendelser. Denne baseres på et gjennomsnitt for de siste 5 årene på 14,634 millioner kroner.

		2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Særskilte bio, kostn. (gj.snitt 2008-2012)	14 634						
<b>Særskilte biologiske kostnader</b>		<b>15 000</b>	<b>15 759</b>	<b>16 153</b>	<b>16 557</b>	<b>16 971</b>	<b>17 395</b>

### *Estimering av særskilte biologiske kostnader.*

#### *Avskrivninger*

Avskrivningene baseres på avskrivning og nedskrivning i 2012. Denne var 170 millioner kroner. Det er vanskelig å estimere avskrivningene da vi ikke har informasjon rundt hvordan investeringene kostnadsføres. Det er videre beheftet stor usikkerhet i fremtidig investeringsnivå. I modellen vil ikke avskrivning være lik investering. Vi forutsetter «evig levetid» og dermed forutsetter vi evige investeringer og avskrivninger. Vi setter derfor en skjønnbasert avskrivning basert på siste regnskapsår.

#### 8.4 Skatt

Skattesatsen settes til 28 % i 2013. I resten av perioden beregnes en skatt på 27 % ut fra regjeringens forslag om å redusere skattekostnaden med en prosent for bedrifter i Fastlands-Norge. Vi forutsetter at dette blir vedtatt og gjeldende fra 2014. Skatten betales momentant. I virkeligheten er det ikke slik, men skatten skal uansett betales en gang i fremtiden. Vi ser derfor bort fra forhold som fremførbart underskudd, utsatt skatt og utsatt skattefordel.

#### 8.5 Arbeidskapital

I den kommende kontantstrømmen forutsetter vi vekst. Dette vil medføre økt arbeidskapitalbehov. Varelageret inkluderer ikke biologiske eiendeler. All arbeidskapital frigjøres i 2018. Arbeidskapitalbehovet er vedlagt (vedlegg 5).

*Kundefordring:* Vi har tidligere påpekt at kundene har økende innflytelse på oppdretterne. Kredittiden til kunder har økt de siste årene, og vi antar kundene vil få bedre betingelser fremover.

*Leverandørgjeld:* Førkostnad + 15 % av diverse kostnader\*. Kredittid til leverandører antas å reduseres ned til et mer normalt nivå basert på historisk kredittid.

*Varelager:* Varer består av fôr, til bruk i bearbeiding og emballasje (SalMar 2013). Varelageret baserer vi på UB varelager per tonn i 2012 (UB varelager 2012/slaktevolum 2012). UB varelager i år N blir dermed: UB varelager per slaktet tonn i 2012 multiplisert slaktevolum i år N.

\* *Varekjøp har ut fra historiske regnskapstall vist seg å være ca. 15 % høyere enn førkostnaden.*

#### 8.6 Investeringer og særskilte poster

Vekst har betydelig sammenheng med investeringsnivået. Investeringene beregnes på grunnlag av det historiske investeringsnivået for selskapet. Vi velger å basere investeringene på perioden 2009 – 2012. I 2011 hadde SalMar store utbetalinger som følge av kjøp av virksomheter, og vi ekskluderer derfor dette året i

beregningen. Dette året var også utbetalingene til driftsmidler høyere enn normalt, grunnet investeringen i InnovaMar (SalMar 2011). Vi mener selskapet er rigget for betydelig vekst som følge av denne investeringen, og at et gjennomsnitt på 583 millioner kroner er for høyt. Vi baserer derfor gjennomsnittet på årene 2009, 2011 og 2012. Investeringene inkluderer grunninvesteringer som kreves for å opprettholde drift, i tillegg til kjøp av virksomheter og/eller konsesjoner. I 2013 beregner vi investeringene ut fra informasjon i årsrapporten for 2012. Fra år 2014 benytter vi altså det inflasjonsjusterte gjennomsnittet for årene 2009, 2010 og 2012.

	2012	2011	2010	2009	gj.snitt	Gj.snitt uten 2011
Utbetalinger kjøp av varige driftsmidler	-276 441	-407 351	-307 895	-39 699	-257 847	<b>-241 164</b>
Utbetalinger kjøp av virksomheter	-145 703	-184 352	-945 114	-26 254	-325 356	<b>-118 770</b>
<b>Investeringer</b>	<b>-422 144</b>	<b>-591 703</b>	<b>-1 253 009</b>	<b>-65 953</b>	<b>-583 202</b>	<b>-359 933</b>

*Historisk investeringsnivå i perioden 2009 – 2012.*

Særskilte poster i 2013 er innbetalinger i forbindelse med aksjesalg i Bakkafrost og salg av InnovaMar på til sammen 656 millioner kroner. SalMar betaler fra før leiekostnader for InnovaMar, og vi forutsetter at leien ikke øker som følge av salget. Vi antar at selskapet er underlagt fritaksmetoden (Kristoffersen 2005), og ikke må betale skatt av salgene. InnovaMar eies av Nordskog Næringspark AS, som SalMar er deleier i. Vi antar at selskapet selger InnovaMar indirekte gjennom et aksjesalg.

## 9.0 Verdivurdering av SalMar

Vi konkluderte i kapittel 6 med DCF til total kapitalen (FCFF) som særlig egnet. Videre skal vi benytte DCF direkte til egenkapital (FCFE), RIM og P/E for å kvalitetssikre verdsettelsen basert på FCFF-metoden. I tillegg utfører vi en sensitivitetsanalyse.

### 9.1 Diskontert kontantstrøm og Residual Income modellen

I kapittel 8 prognostiserte vi tallene som legges til grunn for den eksplisitte perioden i DCF og RIM. Tallene i kontantstrømmen krever konsistent bruk av nominelle eller reelle størrelser. I denne estimeringen benytter vi nominelle tall, og følgelig et nominelt avkastningskrav. Tallene inflasjonsjusteres i henhold til Norges Bank inflasjonsmål på 2,5 % (med unntak av avskrivninger som er historisk kostbasert). Modellene er basert på etterskuddsvis inn- og utbetaling i slutten av året. Teknisk så vil vi diskontere henholdsvis kontantstrømmen og RI tilbake til 31.12.2012, noe som ikke er konsistent med problemstillingen. Kontantstrømmen tar høyde for hendelser etter siste balansedato, og det vil derfor være feil å sammenligne den estimerte verdien med børsnotert markedsverdi den 31.12.2012, som følge av opplysninger som ikke var tilgjengelig på det tidspunktet. Kontantstrømmene og RI er beheftet med usikkerhet, og at vi i praksis diskonterer tilbake til 31.12.2012, vil ha marginal innflytelse på den estimerte aksje verdien. Kontantstrømmen er beregnet i henhold til formel (6.4) og addert med terminalverdien fra formel (6.7).

Terminalverdien settes inn etter år 2018. Kontantstrømmen i år 2018 (eksklusiv arbeidskapital) legges til grunn for beregningen i DCF, og divideres på SalMars avkastningskrav fratrukket den langsiktige vekstraten. Terminalverdien i RIM beregnes med bakgrunn i RI for år 2018, bokførte operasjonelle eiendeler i 2018 og 2019, langsiktig vekstrate og WACC (se formel 6.10).

SalMar har hatt en betydelig vekst de siste årene, og med begrensninger innen antall konsesjoner og usikkerhet omkring fremtiden, forutsetter vi at selskapet går over til stabil vekst fra og med år 2019. Et viktig kjennetegn på et selskap med

stabil vekst, er at veksten er nær vekstraten i hele økonomien (Damodaran 2009, 313). Vekstraten  $g$  har vi derfor basert på Statistisk Sentralbyrås estimater for årlig vekst i BNP for Fastlands-Norge. Estimatet tilsier en vekst på 2,8 % i 2015 og 2016 (SSB 2013b). Vi forutsetter at denne vekstraten også gjelder fra år 2018.

### 9.1.1 Diskontert kontantstrøm til totalkapitalen (FCFF)

WACC benyttes her som avkastningskrav da vi regner verdien til totalkapitalen. De ulike kontantstrømmene er regnet ut i henhold til formel (6.6). FCFF-metoden gir SalMar en totalverdi (EV) på TNOK 11 945 153. Ved å korrigere for netto rentebærende gjeld, som baseres på SalMars bokførte verdi, finner vi egenkapitalverdien på TNOK 9 180 773. Dette gir en aksjeverdi på NOK 81,03.

FCFF	1 151 068	720 066	361 726	506 729	497 936	1 297 491	12 399 039
Nåverdi år 2013 - 2018	3 715 401						
Nåverdi terminalverdi	8 229 751						
<b>Selskapsverdi (EV)</b>	<b>11 945 153</b>						
Netto gjeld	-2 764 380						
<b>Markedsverdi egenkapital</b>	<b>9 180 773</b>						
Antall utestående aksjer	113 299 999						
<b>Estimert aksjekurs</b>	<b>81,03</b>						
Terminalverdi i % av EV	68,90 %						

*Estimert aksjekurs for SalMar ved bruk av diskontert kontantstrøm til totalkapitalen.*

### 9.1.2 Diskontert kontantstrøm til egenkapitalen (FCFE)

FCFE-metoden beregner egenkapitalen direkte ved å ta hensyn til gjeldskostnaden i kontantstrømmen, og deretter diskontere med et avkastningskrav som reflekterer egenkapitalkostnaden. Kontantstrømmene er regnet ut i henhold til formel (6.5). Vi får her en egenkapitalverdi på TNOK 9 321 765, noe som gir en aksjekurs på NOK 82,18. I teorien skal FCFF og FCFE gi like resultater. Vi får her noe forskjellig verdi. Det er blant annet knyttet til estimering av finanskostnader og finansinntekter. I modellen bruker vi en konstant finansinntekt og finanskostnad, hvor sistnevnte er knyttet til netto rentebærende gjeld. Finansinntekten er basert på et historisk gjennomsnitt, og finanskostnaden er lik gjeldskostnaden. I sin tur påvirker disse størrelsene skattebetaling, som igjen påvirker kontantstrømmen. Den estimerte aksjeverdien er nær verdien fra FCFF. I praksis er det ofte vanskelig å få nøyaktig samme nåverdi på egenkapitalen. Forskjellen virker derfor

å være innenfor rimeligheten med tanke på de unøyaktige størrelsene vi diskuterte ovenfor. Estimert på NOK 82,18 styrker derfor verdien fra FCFF på NOK 81,03.

FCFE	999 276	566 583	207 019	350 738	340 628	1 340 956	10 240 030
Nåverdi 2013 - 2018	2 989 262						
Nåverdi terminalverdi	6 321 765						
<b>Markedsverdi egenkapital</b>	<b>9 311 027</b>						
Antall utestående aksjer	113 299 999						
<b>Estimert aksjekurs</b>	<b>82,18</b>						

*Estimert aksjekurs for SalMar ved bruk av diskontert kontantstrøm til egenkapitalen.*

### 9.1.3 Residual Income modellen

RIM gir oss en aksjeverdi på NOK 83,83. I motsetning til DCF-modellen som regner kontantstrømmenes nåverdi, ser vi her på nåverdien av superprofitten til SalMar, utover avkastningskravet multiplisert med bokført verdi. Teoretisk skal verdien bli den samme. I praksis er det utfordrende. Vi mener derfor estimatet fra RI-modellen underbygger verdien fra FCFF-metoden over. Det er videre heftet usikkerhet over verdien av SalMars ikke-operasjonelle eiendeler. I modellen har vi beregnet dette som nåverdien av fremtidige inntekter fra tilknyttede selskap, som gir en verdi på TNOK 2 688 623. I teorien skal markedsverdien av ikke-operasjonelle eiendeler legges til grunn, som i seg selv er utfordrende å finne. Vi har i DCF lagt inn en årlig inntekt fra tilknyttede selskap. Denne er betydelig hvert år. Egenkapitalen vil bli estimert feil hvis vi utelater denne posten fra RIM. Derfor legger vi inn nåverdien av inntekter fra tilknyttede selskap til grunn for verdsettelse av ikke-operasjonelle eiendeler. Vi har etterprøvd verdien med å ekskludere inntekter fra tilknyttede selskaper, både i RIM og FCFF. Her fikk vi også et relativt likt resultat, med NOK 4 høyere aksjeverdi i favør FCFF (vedlegg 12). På bakgrunn av dette mener vi RIM styrker estimatet fra FCFF på NOK 81,03.

## Bacheloroppgave i BTH 9503 – Verdivurdering av SalMar ASA

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Terminal
Utgående balanse	6 653 735	6 834 290	6 991 243	7 238 529	7 448 972	7 609 567	7 770 162
NOPAT	1 142 303	900 621	518 679	754 015	708 379	560 830	
Free cash flow	1 151 068	720 066	361 726	506 729	497 936	400 235	
Residual income	741 083	488 513	97 107	317 532	259 206	101 973	1 180 252
WACC	6,03 %	6,03 %	6,03 %	6,03 %	6,03 %	6,03 %	
Bokført operasjonelle eiendeler	6 662 500						
Nåverdi RI	2 911 597						
<b>Core operations</b>	<b>9 574 097</b>						
<i>Investeringer i tilknyttede selskap</i>							
Nåverdi inntekter tilknyttede selskap	2 688 623						
Netto rentebærende gjeld	-2 764 380						
<b>Verdi egenkapital</b>	<b>9 498 340</b>						
Antall utstående aksjer	113 299 999						
<b>Aksjeverdi</b>	<b>83,83</b>						

*Estimert aksjekurs for SalMar ved bruk av RIM.*

### 9.2 P/E multiplikator

I vedlegg 6 har vi lagt inn resultatene fra P/E multiplikasjonen. P/E indikerer en aksjeverdi på NOK 100,38 NOK ved bruk av bransjegjennomsnittet. Ved å vekte de ulike selskapene i henhold til markedsverdien, finner vi en aksjeverdi på NOK 134,73. Spesielt det siste estimatet virker høyt. Ved nærmere analyse ser man at Marine Harvests (MHG) EPS (0,11) er svært lav i 2012. Dette bidrar i stor grad til å øke gjennomsnittlig P/E i bransjen. MHG bidrar tungt i vektingen som følge av markedsverdien (44 %). Lav EPS bidrar dermed til å øke P/E ytterligere når vi vokter i henhold til selskapenes markedsverdi. Det er derfor rimelig å anta at estimatene blir noe høye grunnet MHG – både i gjennomsnitt og vektet gjennomsnitt. Ved å utelate MHG fra beregningen får vi en verdi på 81,36.

I vedlegg 7 har vi satt inn MHG sin EPS for 2011 på 0,31. Vi mener dette tallet kan være mer hensiktsmessig å benytte, mye grunnet MHG unormalt svake EPS i 2012. Dette gir oss aksjekurser på 79,36 (gjennomsnitt) og 78,97 (vektet gjennomsnitt).

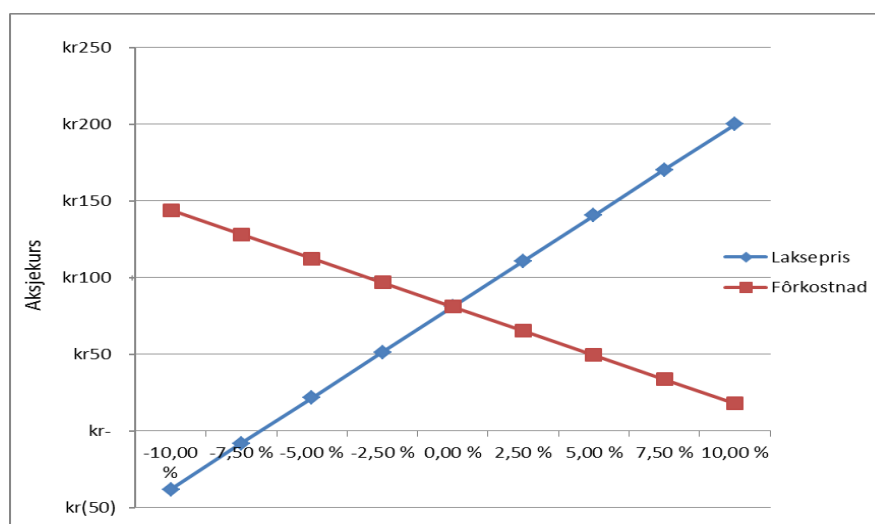
Kort oppsummert synes vi P/E multiplikatoren støtter opp under verdien fra FCFF-metoden. Estimaten varierer riktignok mellom NOK 79,36 og 134,73. På bakgrunn av diskusjonen rundt den tunge innvirkningen fra MHG, synes vi tallene styrker verdien fra FCFF-metoden på NOK 81,03.

### 9.3 Sensitivitetsanalyse

En sensitivitetsanalyse er en hensiktsmessig og viktig del av en verdivurdering for å kartlegge hva små endringer i ulike faktorer har å si for aksjekursen. Estimerte kontantstrømmer er beheftet med stor usikkerhet, og det er derfor nyttig å se hva endringer i kritiske parametere gjør med verdien. Vi har tidligere i oppgaven identifisert slaktevolum, laksepris og fôrkostnad som kritiske parametere for verdien av en aksje i SalMar. Videre skal vi se på hvordan endringer i WACC og vekst i terminalverdi påvirker verdien.

#### 9.3.1 Laksepris, fôrkostnad og volum

I figur 9.1 har vi lagt inn hvordan endringer i laksepris og fôrkostnad påvirker verdien av SalMar.



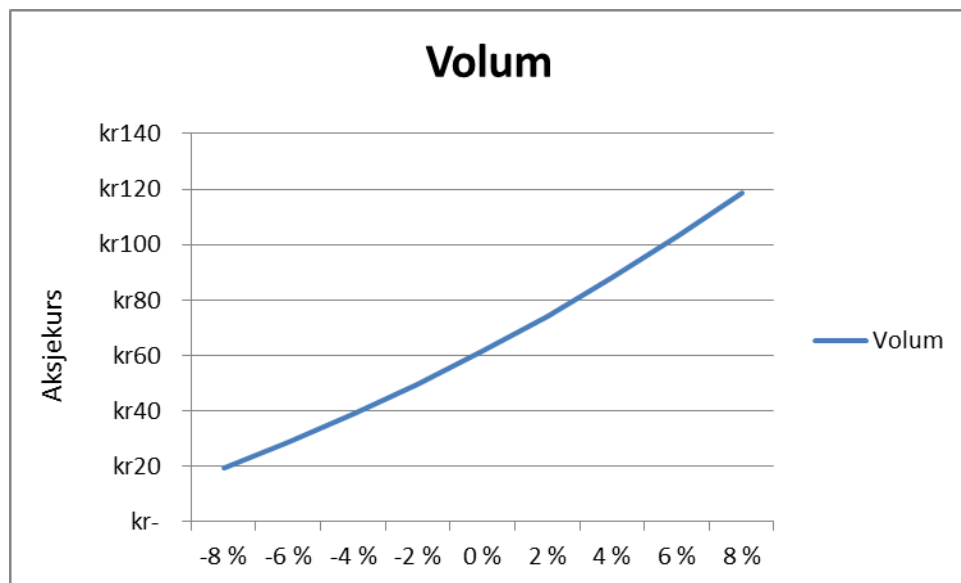
**Figur 9.1:** Aksjekurs ved endring i laksepris og fôrkostnad. Verdien fra FCFF på NOK 81,03 finner vi i skjæringspunktet.

Standardavvik til lakseprisen er 5 % i perioden 2004 – 2012 (vedlegg 8). Ved en økning tilsvarende standardavviket blir verdien NOK 140,53. Ved en tilsvarende negativ endring reduseres verdien til NOK 21,53. Dette viser at lakseprisen har stor innflytelse på verdien. Fôrkostnaden utgjør fra før 50 % av totale kostnader (noe som dog øker i den eksplisitte perioden som følge av større produksjon per arbeider). Dersom fôrkostnaden skulle øke med 5 %, endres verdien til NOK 49,55 per aksje. Dette kan være en aktuell problemstilling dersom



fôrleverandørene får mer makt ovenfor oppdretter. Skulle det derimot forekomme et prisfall på fôr, vil en 5 % reduksjon derimot øke aksjeverdien til NOK 112,51.

I figur 9.2 ser vi hvordan forskjellige volumer påvirker selskapets nåverdi. Vi forutsetter en årlig vekst i perioden lik det forventede for perioden 2013 – 2020, som er 3 % (med unntak av 12 % i 2013, som er SalMars eget estimat). Her finner vi den estimerte verdien på NOK 81,03. Skulle SalMar klare å opprettholde den årlige produksjonsveksten på 7 % i 2014 - 2018, som var tilfelle for bransjen i 2000 – 2012, ser vi en økning til NOK 110,75. Skulle SalMar ikke klare å øke volumene sine fra 2014 (altså ingen endring), vil verdien bli 61,47. En nedgang i den årlige veksten ned til – 2 % vil medføre et fall i verdien til 49,62. Dette kan være et realistisk scenario dersom SalMar blir rammet av et større sykdomsutbrudd.



**Figur 9.2:** Aksjekurs ved endringer i volum i perioden 2013 – 2018. Veksten i terminalverdi (etter år 2018) er 2,8 %.

### 9.3.2 WACC og vekst i terminalverdi

I denne analysen ser vi på fire ulike beta, i tillegg til den fastsatte betaverdien (1,12). Vi setter en beta lik markedsporteføljen (1) og en beta på 1,2. Videre setter vi en høy beta (1.5) og lav beta (0,7) for å se virkningene på henholdsvis laveste og høyeste risiko (blant verdiene i analysen).

Terminalverdien er beheftet med usikkerhet. Vi har forutsatt at den langsiktige veksten skal være lik veksten i BNP for Fastlands-Norge (2.8 %). Ved å endre veksten i terminalverdien, vil dette slå ut på verdien som følge av at terminalverdien utgjør 68,9 % av enterprise value. Vi ser videre på veksten i henhold til Norges Bank langsiktige inflasjonsmål på 2,5 %. Estimater for vekst i 2013 – 2020 er 3 %, og vi ser på hvordan verdien påvirkes hvis denne vekstraten fortsetter til evig tid etter 2018. Vi tar også med et scenario hvor bransjen ikke klarer å vokse mer etter den eksplisitte perioden (0 %), samt et scenario som illustrerer høy langsiktig vekst (5 %), som følge av at bransjen for eksempel løser utfordringene knyttet til bærekraftig utvikling. Denne verdien er dog noe høy, men likevel en god illustrasjon på hva betydelig vekst i framtiden har å si for verdien.

Beta	0,7	1,0	1,12	1,2	1,5
<b>WACC</b>	<b>4,61 %</b>	<b>5,62 %</b>	<b>6,03 %</b>	<b>6,30 %</b>	<b>7,31 %</b>
(Growth)					
<b>0 %</b>	60,73	50,51	47,29	45,35	39,21
<b>2,5 %</b>	120,94	83,88	74,85	69,86	55,88
<b>2,8 %</b>	139,33	91,86	<b>81,03</b>	75,15	59,13
<b>3 %</b>	155,39	98,19	85,83	79,22	61,54
<b>5 %</b>	-	385,02	236,49	188,79	108,65

**Figur 9.3:** Sensitivitetsanalyse for vekst i terminalverdi og WACC.

Som det fremgår vil en endring i avkastningskrav kunne påvirke verdien betydelig. Ved å sette en lav risiko (beta = 0,7) øker verdien til NOK 139. En høy risiko (beta = 1,5) reduserer verdien til NOK 59,13, gitt en vekst på 2,8 %.

Endring i langsiktig vekst gir store utslag. Gitt den estimerte beta på 1,12 for SalMar, vil en vekst i terminalverdi på 5 % tilsi en verdi på NOK 236,49. Dersom bransjen ikke klarer å vokse i et langsiktig perspektiv, vil vi få en verdi på NOK

47,29. Dette illustrerer usikkerheten i laksenæringen med hensyn til fremtidig vekst. Vekst i terminalverdien på 5 % vil nær triple den estimerte verdien, mens en vekst lik 0 nær halverer verdien av selskapet.

## 10.0 Oppgavekritikk

Denne oppgaven er skrevet med utgangspunkt i offentlig tilgjengelig informasjon, og fra et eksternt ståsted. Vi har derfor ikke kjennskap til interne forhold i selskapet utover det som finnes i publiserte kvartalsrapporter, årsrapporter og på SalMars hjemmeside.

SalMar består av flere datterselskaper, og en verdivurdering bør ta utgangspunkt i selskap for selskap. Dette ville vært for omfattende, og utenfor våre tidsrammer. All virksomhet er derimot knyttet inn mot laks, noe som gjør denne type virksomhet mer egnet for verdivurdering av selskapet på konsernivå.

Verdivurdering er i stor grad basert på forutsetninger, skjønn og antakelser. Det blir derfor mer en kunst, enn en universell sannhet. Forutsetningene i denne oppgaven er blant annet basert på historiske regnskapstall, som ikke trenger å være gjeldende i dag eller i morgen. Videre har vi forutsatt at alt salg skjer i NOK, og i liten grad sett på valutaproblematikk. I praksis sikrer selskapet seg ved bruk av terminkontrakter, men de vil likevel være eksponert for valutasvingninger. Et annet aspekt er at verdiendring i stående biomasse påvirker skattekostnaden til oppdrettsselskaper (Marine Harvest 2013). Dette har vi ikke tatt høyde for i oppgaven, og dette er en svakhet da vi har estimert svingninger i lakseprisen. Da det er vanskelig å estimere biomasse, så vi oss nødt til å utelate dette.

Det er knyttet stor usikkerhet til utviklingen i næringen. I sensitivitetsanalysen så vi at små endringer i vekst og avkastningskrav har stor innvirkning på verdien. Den eksplisitte perioden er 6 år, og terminalverdien i FCFF utgjør en stor del av totalverdien (68,9 %). Den langsiktige veksten har derfor betydelig innvirkning på verdien. Per i dag er det umulig å si hvor mye næringen klarer å ekspandere de neste 50 årene.

## 11.0 Konklusjon

Formålet med denne oppgaven var å løse problemstillingen:

### *Hva er verdien av en aksje i SalMar ASA den 01.juni 2013?*

SalMar har historisk sett vært kostnadseffektiv og innovativ i bransjen. Dette blir viktig også i fremtiden, med tanke på å drive effektiv produksjon i et høykostland. Selskapets strategi tilsier en ytterligere ekspansjon gjennom bedre utnyttelse og oppkjøp av konsesjoner. Vi mener SalMars finansielle styrke kan bidra til å muliggjøre dette.

Verdens befolkning forventes å øke til 9 milliarder innen 2050, noe som vil medføre økt etterspørsel etter protein, som lakseoppdrett fremstiller svært effektivt. Utfordringen til næringen er hvorvidt den klarer å vokse i tråd med kravet til bærekraftighet. I Norge har bransjen bred politisk støtte, såfremt hensynet til miljø blir ivaretatt. SINTEF spår en femdobling i produksjonen dersom næringen klarer å utvikle løsninger som fører til økt vekst. Kritiske faktorer på lang sikt er tilgang på fôr og areal, i tillegg til kravet om bærekraftighet.

I sensitivitetsanalysen så vi hvordan den langsiktige veksten i stor grad påvirker verdien i terminalleddet. Videre så vi at endringer i avkastningskrav gjorde markante utslag på den estimerte egenkapitalverdien. I tillegg er kritiske faktorer som laksepris og fôrkostnad faktorer som ved en marginal endring slår betydelig ut i verdien.

I verdivurderingen fant vi gjennom de to DCF modellene og RIM verdier per aksje i intervallet NOK 81,03 til NOK 83,83. Etter en diskusjon rundt P/E om Marine Harvests innflytelse på verdien, antydte vi også her en verdi rundt NOK 80. Valget av hovedmodell var FCFE, og ut i fra denne konkluderer vi med en egenkapitalverdi på TNOK 9 180 773. Dette gir en verdi per aksje den 1.juni 2013 på NOK 81,03. Ved børsstutt fredag den 31.mai 2013 sto aksjekursen til SalMar i NOK 59,75. Dette tyder på at aksjen er underpriset i markedet.

## Referanseliste

- Asche, Frank og Ragnar Tveterås. 2011. *En kunnskapsbasert sjømatnæring*. Forskningsrapport 8 (11). Oslo: Handelshøyskolen BI.
- Asche, Frank. 2011. *Hva påvirker lakseprisen?* Havbrukskonferansen 2011. (Asche 2011) <http://www.slideshare.net/NSEC/frank-asche-professor-vehva-pvirker-lakseprisen>
- Asche, Frank. 2012. *Prisutvikling*. Miniseminar 2012. <http://www.slideshare.net/NSEC/miniseminar-laks-21-juni-frank-asche>
- Berthling-Hansen, Pål (2012). *Forelesningsnotater BST 9502 08.11.2012: Avkastningskrav*. Oslo: Handelshøyskolen BI.
- Blume, Marshall E. 1975. "Betas and their regression tendencies". *The Journal of Finance* 1975 (3): 785-795. Hentet 14.mai 2013. <http://www.efalken.com/pdfs/BlumeBetas.PDF>
- Bøhren, Øyvind og Dag Michalsen. 2012. *Finansiell økonomi: Teori og praksis*. 4. utgave. Oslo: Fagbokforlaget.
- Dahl, Gunnar A. 2011. «Oversikt over ulike verdsettelsesmodeller». *Praktisk økonomi og finans* 11 (2): 3-14. Oslo: Universitetsforlaget.
- Dahl, Gunnar A., Terje Hansen, Roar Hoff og Arne Kinserdal. 1997. *Verdsettelse i teori og praksis*. Oslo: Cappelen Akademisk.
- Damodaran, Aswath. 2009. *Dark side of valuation: Valuing Young, Distressed and complex Businesses*. 2nd ed. Upper Saddle River, New Jersey: Pearson Education Inc.
- Fish Pool. 2013. *Finansielle laksekontrakter*. Bergen: Fish Pool.
- Finansdepartementet. 2013a. *Regjeringen varsler veksttiltak for næringslivet i Fastlands-Norge*. Pressemelding 18 (2013). Oslo: Finansdep. Hentet 15.mai 2013. <http://www.regjeringen.no>
- Finansdepartementet. 2013b. *Perspektivmeldingen 2013*. Meld. St. 12 (2012-2013). Oslo: Finansdep. Hentet 16.mai 2013. <http://www.regjeringen.no>
- Fiskeri- og kystdepartementet. 2012. *Videreutvikling av MTB-systemet*. Oslo: Fiskeri- og kystdep. Hentet 19.mai 2013. <http://www.regjeringen.no>
- Fiskeri- og kystdepartementet. 2013. *Verdens fremste sjømatnasjon*. Meld. St. 22 (2012-2013). Oslo: Fiskeri- og kystdep. Hentet 18.mai 2013. <http://www.regjeringen.no>
- Gripsrud, Geir, Ulf Henning Olsson og Ragnhild Silkoset. 2010. *Metode og*

*dataanalyse: Beslutningsstøtte for bedrifter ved bruk av JMP.*

Kristiansand: Høyskoleforlaget.

Investopedia. 2009. «Can a stock have a negative price-to-earnings (P/E) ratio?

*Investopedia.com* 26.februar 2009. Hentet: 15.mai 2013.

<http://www.investopedia.com/ask/answers/05/negativeeps.asp>

Kristoffersen, Trond. 2005. *Årsregnskapet: En grunnleggende innføring*. Bergen:

Fagbokforlaget.

Landre, Even. 2013. «Salmar blir opp 100 mill. for selskap» *E24.no* 5.april

2013. Hentet 6.april 2013. [http://e24.no/boers-og-finans/salmar-blir-opp-](http://e24.no/boers-og-finans/salmar-blir-opp-100-mill-for-selskap/20354242)

[100-mill-for-selskap/20354242](http://e24.no/boers-og-finans/salmar-blir-opp-100-mill-for-selskap/20354242)

Langørgen, Ståle. 2013. «SalMar selger laksefabrikken» *Adressa.no* 24.mai 2013.

Hentet 24.mai 2013.

<http://www.adressa.no/nyheter/okonomi/article7621989.ece>

Lilleberg, Olav. 2013. *Autovision case i BØK3651*. Handelshøyskolen BI.

Norges Bank. 2013. *Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet*.

13 (1). Oslo: Norges Bank. Hentet 19.mai 2013. [http://www.norges-](http://www.norges-bank.no)

[bank.no](http://www.norges-bank.no)

Norli, Øyvind. 2011. «Praktisk bruk av kapitalverdimodellen» *Praktisk økonomi og finans* 11 (2): 15-21. Oslo: Universitetsforlaget

Marine Harvest. 2013. *Salmon Farming Industry Handbook 2013*. Oslo: Marine

Harvest Group.

PwC. 2013. *The Norwegian Market Risk Premium 2012 and 2013*. Oslo: PWC.

Hentet 25.mars 2013.

<http://www.pwc.no/no/publikasjoner/deals/risikopremie-eng.pdf>

Riis, Christian og Espen R. Moen. 2011. *Moderne mikroøkonomi*. Oslo:

Gyldendal Akademisk.

SalMar. 2012. *Årsrapport 2011*. Frøya: SalMar ASA.

SalMar. 2013. *Årsrapport 2012*. Frøya: SalMar ASA.

Soffer, Leonard C. og Robin J. Soffer. 2002. *Financial Statement Analysis: A*

*Valuation Approach*. Upper Saddle River, New Jersey: Prentice Hall.

Statistisk Sentralbyrå. 2013a. *Økonomiske analyser*. 2 (13). Oslo: Statistisk

Sentralbyrå. [http://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-](http://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/oa/_attachment/109883?_ts=13e4143ea10)

[konjunkturer/oa/\\_attachment/109883?\\_ts=13e4143ea10](http://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/oa/_attachment/109883?_ts=13e4143ea10)

Statistisk Sentralbyrå. 2013b. *Nøkkeltall konjunkturer*. Oslo: Statistisk

Sentralbyrå. Hentet 22.mai 2013. [http://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-](http://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/nokkeltall/konjunkturer-statistikk-analyser-og-prognoser)

[konjunkturer/nokkeltall/konjunkturer-statistikk-analyser-og-prognoser](http://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/nokkeltall/konjunkturer-statistikk-analyser-og-prognoser)

---

Sættem, Johan B. 2013. «- Blir verdens ubestridt største også på laks» *Nrk.no*  
23.mai 2013. Hentet 24.mai 2013. [www.nrk.no/okonomi/fredriksen-kan-bli-ubestridt-storst-1.11040552](http://www.nrk.no/okonomi/fredriksen-kan-bli-ubestridt-storst-1.11040552)

Tallaksen, Eva. 2013. Salmon: “Analysts expect 16 – 26 % average price hike for 2013” *Undercurrentnews.com* 30.januar 2013. Hentet 5.april 2013.  
<http://www.undercurrentnews.com/2013/01/30/salmon-analysts-expect-15-26-average-price-hike-for-2013/#.UacYKpyQn7S>



## Vedlegg

### Vedlegg 1:

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Ordinært resultat f.skatt}}{\text{Sum gjeld og egenkapital}} * 100 \%$$

$$\text{Egenkapitalrentabiliteten e.skatt} = \frac{\text{Ordinært resultat}}{\text{Sum egenkapital}} * 100$$

$$\text{Gjeldsgrad} = \frac{\text{Sum gjeld}}{\text{Sum egenkapital}}$$

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Sum egenkapital}}{\text{Sum egenkapital og gjeld}}$$

$$\text{Finansieringsgrad 1} = \frac{\text{Anleggsmidler}}{\text{Langsiktig gjeld + Egenkapital}}$$

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

$$\text{Kredittid til kunder} = \frac{(\text{IB} + \text{UB kundefordringer}) * 0,5}{(\text{Salgsinntekt} * 1 + \text{MVA})} * 365 \text{ dg}$$

$$\text{Kredittid til leverandører} = \frac{(\text{IB} + \text{UB leverandørgjeld}) * 0,5}{(\text{Varekjøp} * 1 + \text{MVA})} * 365$$

Formler for beregning av nøkkeltall.

**Vedlegg 2:**

MHG vs OSEBX		LSG vs OSEBX		AUSS vs OSEBX	
Regresjonsstatistikk		Regresjonsstatistikk		Regresjonsstatistikk	
Multipel R	0,50	Multipel R	0,65	Multipel R	0,76
R-kvadrat	0,25	R-kvadrat	0,43	R-kvadrat	0,57
Justert R-kvadrat	0,23	Justert R-kvadrat	0,41	Justert R-kvadrat	0,56
Standardfeil	0,12	Standardfeil	0,04	Standardfeil	0,04
Observasjoner	36	Observasjoner	36	Observasjoner	36
Beta MHG	1,16	Beta LSG	1,34	Beta AUSS	1,47
GSF vs OSEBX		CEQ vs OSEBX			
Regresjonsstatistikk		Regresjonsstatistikk			
Multipel R	0,50	Multipel R	0,61		
R-kvadrat	0,25	R-kvadrat	0,37		
Justert R-kvadrat	0,23	Justert R-kvadrat	0,35		
Standardfeil	0,05	Standardfeil	0,05		
Observasjoner	36	Observasjoner	36		
Beta GSF	1,37	Beta CEQ	1,12		

Selskap (Ticker)	Markedsverdi (i mrd)	Beta	Vektet beta
Marine Harvest (MHG)	21,44	1,16	0,52
Lerøy Seafood Group (LSG)	8,79	1,34	0,25
Cermaq (CEQ)	8,07	1,12	0,19
Austevoll Seafood (AUSS)	7,42	1,47	0,23
Grieg Seafood (GSF)	1,59	1,37	0,05
Total verdi	47,31		
Gjennomsnittsbeta		1,29	
<b>Veid beta</b>			<b>1,24</b>
<b>Veid beta justert</b>			<b>1,16</b>

*Estimering av betaverdier i Excel. Basert på månedlige data for 3 siste år. MHG: Marine Harvest. LSG: Lerøy Seafood Group. AUSS: Austevoll Seafood. GSF: Grieg Seafood. CEQ: Cermaq ASA. SALM: SalMar ASA.*

**Vedlegg 3:**

	2013e		2014e		2015e	
	Q1 - Q2	Q3 - Q4	Q1 - Q2	Q3 - Q4	Q1 - Q2	Q3 - Q4
NOS	38,07	33,25	34,44	32,77	30,70	31,91
Volumi %	35 %	65 %	37 %	63 %	39 %	61 %
Volum	40600,00	75400,00	44207,60	75272,40	47995,12	75069,28

2016e		2017e		2018e	
Q1 - Q2	Q3 - Q4	Q1 - Q2	Q3 - Q4	Q1 - Q2	Q3 - Q4
36,28	33,59	38,09	35,27	40,00	37,03
41 %	59 %	41 %	59 %	41 %	59 %
51970,10	74786,24	53529,20	77029,82	55135,07	79340,72

Estimerte halvårslige volumer for SalMar i perioden 2013 – 2018.

**Vedlegg 4:**

2013		2014		2015		2016		2017		2018	
jan.13	33,96	jan.14	34,00	jan.15	31,00	jan.16	36,28	jan.17	38,09	jan.18	40,00
feb.13	36,90	feb.14	34,30	feb.15	31,00	feb.16	36,28	feb.17	38,09	feb.18	40,00
mar.13	37,21	mar.14	34,55	mar.15	31,00	mar.16	36,28	mar.17	38,09	mar.18	40,00
apr.13	39,24	apr.14	34,80	apr.15	31,25	apr.16	36,28	apr.17	38,09	apr.18	40,00
mai.13	41,88	mai.14	34,55	mai.15	30,00	mai.16	36,28	mai.17	38,09	mai.18	40,00
jun.13	39,25	jun.14	34,45	jun.15	30,00	jun.16	36,28	jun.17	38,09	jun.18	40,00
Average NOS	38,07	Average NOS	34,44	Average NOS	30,71	Average NOS	36,28	Average NOS	38,09	Average NOS	40,00
jul.13	37,00	jul.14	33,70	jul.15	31,91	jul.16	33,59	jul.17	35,27	jul.18	37,03
aug.13	33,50	aug.14	31,80	aug.15	31,91	aug.16	33,59	aug.17	35,27	aug.18	37,03
sep.13	30,50	sep.14	31,80	sep.15	31,91	sep.16	33,59	sep.17	35,27	sep.18	37,03
okt.13	31,00	okt.14	33,10	okt.15	31,91	okt.16	33,59	okt.17	35,27	okt.18	37,03
nov.13	32,50	nov.14	33,10	nov.15	31,91	nov.16	33,59	nov.17	35,27	nov.18	37,03
des.13	35,00	des.14	33,10	des.15	31,91	des.16	33,59	des.17	35,27	des.18	37,03
Average NOS	33,25	Average NOS	32,77	Average NOS	31,91	Average NOS	33,59	Average NOS	35,27	Average NOS	37,03

Estimerte laksepriser. Rød farge: Historisk NOS Spot for 2013. Sort: NOS forwards. Blå: Inflasjonsjustert NOS basert på historisk gjennomsnitt for årene 2004 – 2012.

**Vedlegg 5:**

Arbeidskapital	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Kontroll
<b>Kundefordringer</b>							
IB	45	47	49	51	53	55	
UB	660 944	724 488	747 399	758 307	900 171	1 015 129	
<b>Endring</b>	<b>-660944</b>	<b>-63 544</b>	<b>-22 911</b>	<b>-10 908</b>	<b>-141 865</b>	<b>1 015 129</b>	<b>0</b>
<b>Leverandørgjeld</b>							
IB	62	55	50	50	50	50	
UB	762 765	401 201	384 286	385 839	436 010	504 310	
<b>Endring</b>	<b>762 765</b>	<b>-361 564</b>	<b>-16 916</b>	<b>1 553</b>	<b>50 170</b>	<b>68 301</b>	<b>0</b>
<b>Varer</b>							
IB	303 682	343 344	353 644	364 254	375 181	386 437	
UB	303 682	343 344	353 644	364 254	375 181	398 030	
<b>Endring</b>	<b>-303 682</b>	<b>-39 662</b>	<b>-10 300</b>	<b>-10 609</b>	<b>-11 255</b>	<b>386 437</b>	<b>0</b>
<b>UB pr. tonn:</b>							
2959,86 Tonn:	116,00	119,48	123,06	126,76	130,56	134,48	

Beregning av arbeidskapitalbehov

**Vedlegg 6:**

	AUSS	BAKKA	CEQ	LSG	MHG	NRS
P (Aksjekurs pr 31.12.2012)	28,50	60,50	83,75	129,50	5,12	15,30
E (EPS (Diluted) for 2012)	2,10	5,76	2,40	8,81	0,11	0,66
Antall utestående aksjer pr 31.12.2012	202 717 374	48 858 065	92 496 344	54 577 368	3 748 341 597	43 572 191
P/E	13,57	10,50	34,90	14,70	46,55	23,18
<b>Markedsverdi pr. 31.12.2012</b>	<b>5 777 445</b>	<b>2 955 913</b>	<b>7 746 569</b>	<b>7 067 769</b>	<b>19 191 509</b>	<b>666 655</b>
Vektet markedsverdi	0,13	0,07	0,18	0,16	0,44	0,02
P/E: Gjennomsnitt bransje	23,90					
Vektet	1,81	0,72	6,23	2,39	20,58	0,36
<b>P/E: Vektet gjennomsnitt bransje</b>	<b>32,08</b>					
<b>P/E: Vektet gjennomsnitt bransje (-MHG)</b>	<b>19,37</b>					
<b>Aksjekurs SalMar</b>						
EPS (diluted)	4,20					
Gjennomsnitt bransje	100,38					
Vektet gjennomsnitt bransje	134,73					
Vektet gjennomsnitt bransje (- MHG)	81,36					

*Beregning av P/E. Alle tall er basert på verdier den 31.12.2012.*

**Vedlegg 7:**

	AUSS	BAKKA	CEQ	LSG	MHG	NRS
P (Aksjekurs pr 31.12.2012)	28,50	60,50	83,75	129,50	5,12	15,30
E (EPS (Diluted) for 2012)	2,10	5,76	2,40	8,81	0,31	0,66
Antall utestående aksjer pr 31.12.2012	202 717 374	48 858 065	92 496 344	54 577 368	3 748 341 597	43 572 191
P/E	13,57	10,50	34,90	14,70	16,52	23,18
<b>Markedsverdi pr. 31.12.2012</b>	<b>5 777 445</b>	<b>2 955 913</b>	<b>7 746 569</b>	<b>7 067 769</b>	<b>19 191 509</b>	<b>666 655</b>
Vektet markedsverdi	0,13	0,07	0,18	0,16	0,44	0,02
P/E: Gjennomsnitt bransje	18,89					
Vektet	1,81	0,72	6,23	2,39	7,30	0,36
<b>P/E: Vektet gjennomsnitt bransje</b>	<b>18,80</b>					
<b>P/E: Vektet gjennomsnitt bransje (-MHG)</b>	<b>19,37</b>					
<b>Aksjekurs SalMar</b>						
EPS (diluted)	4,20					
Gjennomsnitt bransje	79,36					
Vektet gjennomsnitt bransje	78,97					
Vektet gjennomsnitt bransje (- MHG)	81,36					

*Beregning av P/E med bruk av EPS(2011) for Marine Harvest. Alle tall er basert på verdier den 31.12.2012, med unntak av EPS for Marine Harvest.*

**Vedlegg 8:**

	<b>NOS</b>			
år		<b>Q1 og Q2</b>	<b>Q3 og Q4</b>	
<b>2004</b>		22,76	20,73	
<b>2005</b>		24,71	26,76	
<b>2006</b>		33,92	30,80	
<b>2007</b>		27,06	24,41	
<b>2008</b>		25,71	27,00	
<b>2009</b>		31,97	29,97	
<b>2010</b>		36,78	37,90	
<b>2011</b>		38,79	24,90	
<b>2012</b>		26,92	26,21	
<b>Gjennomsnitt</b>		<b>29,85</b>	<b>27,63</b>	
				Gj.std.avvik
Standardavvik		5,37 %	4,59 %	4,98 %

*Laksepris i perioden 2004 – 2012. Gjennomsnitt og standardavvik.*

**Vedlegg 9:**

<b>Parametere</b>							
Skattesats 2013		28 %					
Skattesats 2014 - 2018		27 %					
Inflasjon		2,50 %					
WACC		6,03 %					
Realkost (terminalverdi)		2,80 %					
År	1	2	3	4	5	6	
	<b>2013e</b>	<b>2014e</b>	<b>2015e</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>Terminal</b>
<i>Salgsinntekter</i>	5 876 403	5 804 266	5 648 610	6 442 403	6 990 980	7 586 500	7 586 500
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>5 876 403</b>	<b>5 804 266</b>	<b>5 648 610</b>	<b>6 442 403</b>	<b>6 990 980</b>	<b>7 586 500</b>	<b>7 586 500</b>
<i>Förkostnader</i>	-2 147 184	-2 323 562	-2 577 288	-2 930 189	-3 414 698	-4 078 802	-4 078 802
<i>Lønnskostnader</i>	-526 168	-549 891	-579 066	-608 222	-640 480	-674 444	-674 444
<i>Diverse kostnader</i>	-1 431 519	-1 511 326	-1 595 583	-1 684 537	-1 778 450	-1 877 598	-1 877 598
<i>Særskilte biologiske kostnader</i>	-15 000	-15 759	-16 153	-16 557	-16 971	-17 395	-17 395
<i>Avskrivinger</i>	-170 000	-170 000	-170 000	-170 000	-170 000	-170 000	-170 000
<b>Resultat før skatt</b>	<b>1 586 532</b>	<b>1 233 728</b>	<b>710 519</b>	<b>1 032 898</b>	<b>970 382</b>	<b>768 260</b>	<b>768 260</b>
Skatt	-444 229	-333 106	-191 840	-278 882	-262 003	-207 430	-207 430
<b>Resultat etter skatt (NOPLAT)</b>	<b>1 142 303</b>	<b>900 621</b>	<b>518 679</b>	<b>754 015</b>	<b>708 379</b>	<b>560 830</b>	<b>560 830</b>
<i>Inntekt på invest. i tilkn. selskap (justert for skatt)</i>	67 535	68 503	70 185	71 940	73 738	75 581	75 581
<b>1. Avskrivinger</b>	<b>170 000</b>	<b>170 000</b>	<b>170 000</b>	<b>170 000</b>	<b>170 000</b>	<b>170 000</b>	<b>170 000</b>
<b>2. Endring arbeidskapital</b>							
<i>Kundefordring økn-/red+</i>	-63 544	-22 911	-10 908	-141 865	-114 957	1 015 129	0
<i>Leverandørgjeld økn+/red-</i>	-361 564	-16 916	1 553	50 170	68 301	-504 310	0
<i>Varelager økn-/red+</i>	-39 662	-10 300	-10 609	-10 928	-11 255	386 437	0
<b>3. Investeringer</b>	<b>-420 000</b>	<b>-368 932</b>	<b>-377 174</b>	<b>-386 604</b>	<b>-396 269</b>	<b>-406 176</b>	<b>-406 176</b>
<b>4. Salg aksjer</b>							
<i>Bakkafrost</i>	500 000						
<i>Nordskog Næringspark (Innovamar)</i>	156 000						
<b>FCFF</b>	<b>1 151 068</b>	<b>720 066</b>	<b>361 726</b>	<b>506 729</b>	<b>497 936</b>	<b>1 297 491</b>	<b>12 399 039</b>
Nåverdi år 2013 - 2018	3 715 401						
Nåverdi terminalverdi	8 229 751						
<b>Selskapsverdi (EV)</b>	<b>11 945 153</b>						
Netto gjeld	-2 764 380						
<b>Markedsverdi egenkapital</b>	<b>9 180 773</b>						
Antall utestående aksjer	113 299 999						
<b>Estimert aksjekurs</b>	<b>81,03</b>						
Terminalverdi i % av EV	68,90 %						

*Beregning av FCFE.*

**Vedlegg 10:**

<b>Parametere/hjelperegninger</b>							
Egenkapitalkostnad	0,07133						
Rente på lån	0,0512	0,0512	0,0512	0,0512	0,0512	0,0512	
Netto rentebærende gjeld	2 764 380	2 764 380	2 764 380	2 764 380	2 764 380	2 764 380	
Realvekst (terminalverdi)	0,028						
Finansinntekt (årlig)	24 512	25 125	25 753	26 397	27 057	27 733	
År	1	2	3	4	5	6	
	<b>2013e</b>	<b>2014e</b>	<b>2015e</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>Terminal</b>
EBITDA	1 756 532	1 403 728	880 519	1 202 898	1 140 382	1 140 382	
Netto finansposter	117 024	116 411	115 783	115 139	114 479	113 803	
Resultat før skatt	1 469 508	1 117 317	594 736	917 758	855 903	654 457	
Skatt	-411 462	-301 675	-160 579	-247 795	-231 094	-176 703	
<b>Årsresultat</b>	<b>1 058 046</b>	<b>815 641</b>	<b>434 157</b>	<b>669 964</b>	<b>624 809</b>	<b>477 754</b>	
<i>Endringer i AK</i>							
Kundefordring økn-/red+	-63 544	-22 911	-10 908	-141 865	-114 957	1 015 129	
Leverandørgjeld økn+/red-	-361 564	-16 916	1 553	50 170	68 301	-504 310	
Varelager økn-/red+	-39 662	-10 300	-10 609	-10 928	-11 255	386 437	
Netto investeringer (-)	236 000	-368 932	-377 174	-386 604	-396 269	-406 176	
Netto låneopptak (+)	0	0	0	0	0	0	
Skatt på resultat før skatt (-)	411 462	301 675	160 579	247 795	231 094	176 703	
Netto finansposter (+)	-117 024	-116 411	-115 783	-115 139	-114 479	-113 803	
<b>FCFE</b>	<b>999 276</b>	<b>566 583</b>	<b>207 019</b>	<b>350 738</b>	<b>340 628</b>	<b>1 340 956</b>	<b>10 240 030</b>
Nåverdi 2013 - 2018	2 989 262						
Nåverdi terminalverdi	6 321 765						
<b>Markedsverdi egenkapital</b>	<b>9 311 027</b>						
Antall utestående aksjer	113 299 999						
<b>Estimert aksjekurs</b>	<b>82,18</b>						

*Beregning av FCFE.*

Vedlegg 11:

<b>SalMars balanse</b>	
<b>Sum eiendeler</b>	<b>7 626 835</b>
<b>Ikke operasjonelle eiendeler</b>	
Investeringer i tilknyttede selskap	-948 575
Investeringer i aksjer	-15 760
<b>Operasjonelle eiendeler</b>	<b>6 662 500</b>

		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Bokverdi (operasjonell)</b>								
Inngående balanse		6 662 500	6 653 735	6 834 290	6 991 243	7 238 529	7 448 972	7 609 567
Plus NOPLAT		1 142 303	900 621	518 679	754 015	708 379	560 830	560 830
Less free cash flow		-1 151 068	-720 066	-361 726	-506 729	-497 936	-400 235	-400 235
<b>Endring balanse</b>		<b>6 653 735</b>	<b>6 834 290</b>	<b>6 991 243</b>	<b>7 238 529</b>	<b>7 448 972</b>	<b>7 609 567</b>	<b>7 770 162</b>
<b>WACC</b>	<i>0,060</i>	<i>0,060</i>	<i>0,060</i>	<i>0,060</i>	<i>0,060</i>	<i>0,060</i>	<i>0,060</i>	
<b>Evig vekst</b>	<i>0,028</i>							
NOPLAT		1 142 303	900 621	518 679	754 015	708 379	560 830	
Base income		401 220	412 108	421 572	436 483	449 173	458 857	
Residual income		741 083	488 513	97 107	317 532	259 206	101 973	
		<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>Terminal</b>
Utgående balanse		6 653 735	6 834 290	6 991 243	7 238 529	7 448 972	7 609 567	7 770 162
NOPAT		1 142 303	900 621	518 679	754 015	708 379	560 830	
Free cash flow		1 151 068	720 066	361 726	506 729	497 936	400 235	
Residual income		741 083	488 513	97 107	317 532	259 206	101 973	1 180 252
WACC		6,03 %	6,03 %	6,03 %	6,03 %	6,03 %	6,03 %	
Bokført operasjonelle eiendeler		6 662 500						
Nåverdi RI		2 911 597						
<b>Core operations</b>		<b>9 574 097</b>						
<i>Investeringer i tilknyttede selskap</i>								
Nåverdi inntekter tilknyttede selskap		2 688 623						
Netto rentebærende gjeld		-2 764 380						
<b>Verdi egenkapital</b>		<b>9 498 340</b>						
Antall utstående aksjer		113 299 999						
<b>Aksjeverdi</b>		<b>83,83</b>						

*Beregning av operasjonelle eiendeler og Residual Income.*



**Vedlegg 12:**

Nåverdi år 2013 - 2018	3 366 739						
Nåverdi terminalverdi	6 675 625						
<b>Selskapsverdi (EV)</b>	<b>10 042 365</b>						
Netto gjeld	-2 764 380						
<b>Markedsverdi egenkapital</b>	<b>7 277 985</b>						
Antall utestående aksjer	113 299 999						
<b>Estimert aksjekurs</b>	<b>64,24</b>						
Terminalverdi i % av EV	66,47 %						

WACC	6,03 %	6,03 %	6,03 %	6,03 %	6,03 %	6,03 %
Bokført operasjonelle eiendeler	6 662 500					
Nåverdi RI	2 911 597					
<b>Core operations</b>	<b>9 574 097</b>					
Investeringer i tilknyttede selskap						
Nåverdi inntekter tilknyttede selskap	0					
Netto rentebærende gjeld	-2 764 380					
<b>Verdi egenkapital</b>	<b>6 809 717</b>					
Antall utstående aksjer	113 299 999					
<b>Aksjeverdi</b>	<b>60,10</b>					

*Estimerte aksjeverdier ved å utelate «inntekter fra tilknyttede selskap» i henholdsvis FCFE (øverst) og RIM (nederst).*