



Universitetet
i Stavanger

UIS BUSINESS SCHOOL

MASTER'S THESIS

STUDY PROGRAM:

Master's in business & Administration

THESIS IS WRITTEN IN THE FOLLOWING
SPECIALIZATION/SUBJECT:

Economic Analysis

TITLE:

Verdsettelse av SalMar ASA
Valuation of SalMar ASA

AUTHORS

Candidate number:

3073

.....

3007

.....

Name:

Finn Christian Midbøe

.....

Sander Wiik

.....

SUPERVISOR:

Svein Olav Krakstad

Sammendrag

Formålet med denne masteroppgaven er å estimere markedsværdien av egenkapitalen for SalMar ASA og dermed verdi per aksje den 30.12.2019. Verdien per aksje sammenlignes med aksjeprisen i markedet og vi vil anbefale en handelsstrategi på bakgrunn av dette. Verdsettelsen baseres hovedsakelig på en fundamental verdsettelse, støttet av en relativ verdsettelse. I den fundamentale verdsettelsen er den virkelige verdien estimert ved å diskontere forventede fremtidige kontantstrømmer til nåverdi. Den relative verdsettelsesmetoden er gjort ved bruk av multipler fra sammenlignbare selskaper.

I den første delen av oppgaven gir vi en presentasjon og analyse av SalMar og oppdrettsbransjen. Fra analysene har vi funnet ut at SalMars største muligheter for fremtiden ligger i teknologiske innovasjoner som kan forbedre laksens levetid og bidra til å redusere kostbare trusler som lakselus. Analysen av SalMars interne ressurser viste oss at de har midlertidig konkurransefortrinn gjennom sitt slakteri- og foredlingsanlegg InnovaMar og sine offshore oppdrettsanlegg. Historisk analyse avdekker at SalMar presterer best av de fire største lakseoppdrettsselskapene i Norge i form av marginer og nøkkeltall.

Innsikten vi fikk fra den strategiske og historiske analysen ga oss et grunnlag som gjorde det mulig å utføre en regnskapsanalyse av SalMar, samt å gjøre prognoser for fremtidig ytelse. En sensitivitetsanalyse blir også presentert for å analysere hvor sensitive SalMar er for endringer i underliggende forutsetninger som vi har foretatt. Analysen avslører at SalMars aksjepris er svært sensitiv til endringer i fremtidig laksepris og varekostnad.

Den fundamentale verdsettelsen gir et verdiestimat på 438,8 NOK per aksje. Den relative verdsettelsen gir et verdiestimat på 357,9 NOK per aksje. Aksjeprisen per 30.12.2019 var 449,3 NOK per aksje. Den fundamentale verdsettelsen indikerer at aksjeprisen er noe overpriset hvilket den relative verdsettelsen støtter. Differansen mellom verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen og faktisk aksjepris utgjør kun en liten endring på to prosent, og vi vil derfor gi en hold-anbefaling grunnet usikkerheter knyttet til vårt verdiestimat.

Forord

Denne masteroppgaven er avsluttende for vårt masterprogram i økonomi og administrasjon på Handelshøyskolen ved Universitetet i Stavanger. Vi har hatt spesialisering i økonomisk analyse med minor i anvendt finans. Verdsettelse ble valgt som tema på bakgrunn av interesse for temaet som, også ble forsterket gjennom faget «Cases in finance». Vi ønsket å skrive om et børsnotert firma grunnet bedre tilgang på informasjon, regnskap og rapporter.

Vi ønsker å takke våre samboere for tålmodighet og støtte mens vi har skrevet denne oppgaven og spesielt i den krevende situasjonen vi har vært i grunnet Covid-19. Vi vil også takke alle våre forelesere på UiS. Til slutt vil vi takke vår veileder Svein Olav Krakstad for god veiledning i en krevende tid også for han.

Stavanger, 15. juni 2020

Sander Wiik og Finn Christian Midbøe

Innholdsfortegnelse

SAMMENDRAG	II
FORORD	III
1. INNLEDNING	1
1.1 MOTIVASJON OG VALG AV SELSKAP	1
1.2 PROBLEMSTILLING OG MÅL MED OPPGAVEN	1
1.3 STRUKTUR	2
2. PRESENTASJON AV BRANSJEN OG SALMAR.....	2
2.1 OPPDRETTBRANSJEN	2
2.2 LAKSENS HISTORIE	3
2.3 PRODUKSJONSSYKLUS	4
2.4 KOSTNADSSTRUKTUR	5
2.4.1 LAKSEPRIS	6
2.4.2 SAMMENLIGNBARE FIRMA	7
2.5 SALMAR	8
2.5.1 Virksomhetsområder	9
2.5.2 Børs	10
3. STRATEGISK ANALYSE	11
3.1 EKSTERN ANALYSE	11
3.1.1 Porters femkraftsmodell	11
3.1.2 PESTEL	14
3.2 INTERN ANALYSE	16
3.2.1 VRIO	17
4.0 VERDSETTELSESMETODER	19
4.1 DISKONTERT KONTANTSTRØMSANALYSE	19
4.2 RELATIV VERDSETTELSE	20
5. HISTORISK ANALYSE.....	21
5.1 ROIC-ANALYSE	21
5.2 INNTEKTER OG KOSTNADER	22
5.3 KONSESJONSUTNYTTELSE.....	23
5.4 EBITDA-MARGIN	24
5.5 OPPSUMMERING	24
6. PROGNOSE.....	25
6.1 NOPLAT.....	25
6.1.1 Salgsinntekter	26
6.1.2 Andre driftsinntekter:	28
6.1.2 Varekostnader.....	28
6.1.3 Lønn og annen driftskostnad.....	29
6.1.4 Avskrivninger.....	29
6.1.5 Prognose for øvrige regnskapsposter.....	30
6.2 ARBEIDSKAPITAL	30
6.3 INVESTERINGER.....	31
6.4 EBITDA-MARGIN	31

7. VERDSETTELSE	32
7.1 AVKASTNINGSKRAV	32
7.1.1 Egenkapitalkostnad.....	33
7.1.2 Gjeldskostnad	34
7.2 FUNDAMENTAL VERDSETTELSE.....	35
7.2.1 SalMars diskonterte kontantstrøm.....	35
7.2.2 Tilknyttede selskap.....	36
7.3 RELATIV VERDSETTELSE.....	36
8. SENSITIVITETSANALYSE	37
9. KONKLUSJON	39
10. LITTERATURLISTE OG REFERANSER	40
11 FIGURLISTE	46
12 TABELLISTE	46
13 VEDLEGG	47

1. Innledning

I dette kapitlet vil vi forklare valget av selskap, problemstilling, målet med oppgaven og strukturen av oppgaven.

1.1 Motivasjon og valg av selskap

Motivasjonen vår for å velge oppdrettsnæringen kommer i hovedsak av vår interesse for næringen. Oppdrettsnæringen har siden 1970-tallet hatt enorm vekst og blitt en av de viktigste næringene i Norge ved siden av oljen. Denne masteroppgaven ga oss mulighet til å finne ut mer om industrien og få mer innsikt i forskjellige utfordringer oppdrettsnæringen har angående miljø og teknologi. Valget av selskap falt på SalMar ASA (heretter SalMar) fordi de er et tradisjonsrikt selskap og en av verdens ledene produsenter av atlantisk laks som har interessante fremtidsutsikter. På verdsettelsestidspunktet er SalMar det nest største oppdrettsselskapet i verden.

1.2 Problemstilling og mål med oppgaven

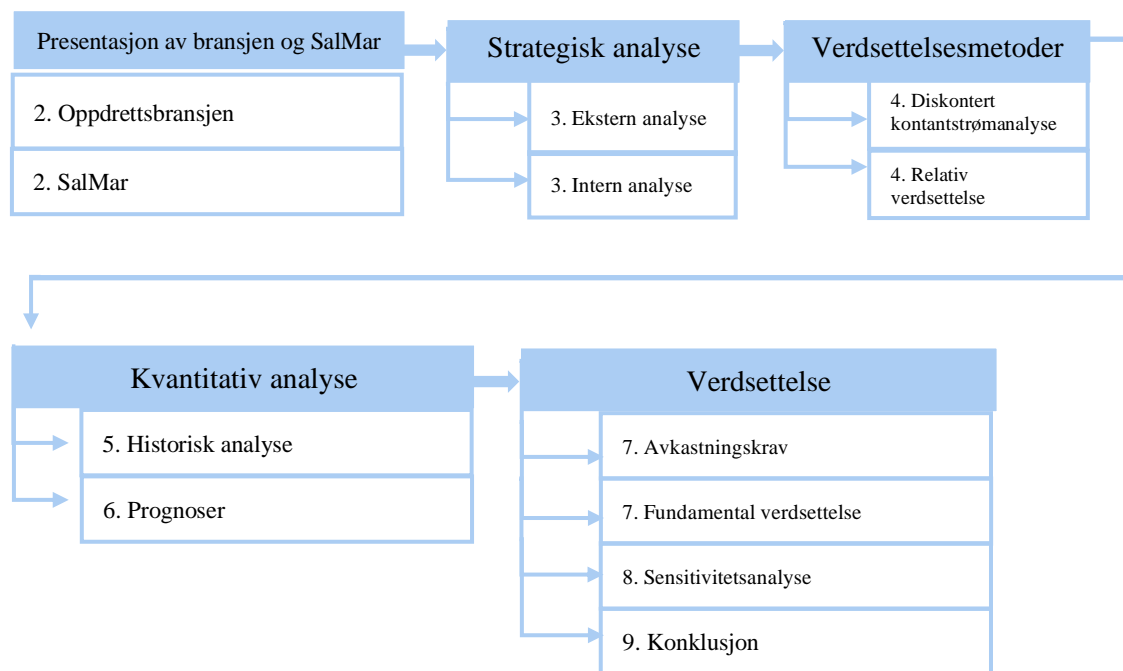
I denne masteroppgaven har vi valgt følgende problemstilling:

Hva er markedsverdien av egenkapitalen til SalMar ASA, og dermed verdi per aksje den 30.12.2019?

Oppgaven skal resultere i en fornuftig verdi som gjenspeiler SalMars underliggende økonomiske forhold og fremtidsutsikter. Vi vil ta rollen som analytikere og verdiestimatet vil gjenspeile våre tolkninger og meninger om SalMars virkelige verdi. Verdiestimatet baseres på prognoser av en usikker fremtid, og vil derfor være påvirket av våre forutsetninger og forventninger. Verdiestimatet vil bli sammenlignet med markedsverdien på Oslo Børs og vi vil ta en vurdering om aksjen ser ut til å være over- eller underpriset.

1.3 Struktur

Strukturen på oppgaven er presentert ved figur 1 under.



Figur 1 Struktur

2. Presentasjon av bransjen og SalMar

I de neste avsnittene skal vi presentere oppdrettsnæringen, de største aktørene i næringen og SalMar. Det er viktig å ha en forståelse av SalMar og markedet de opererer i, ettersom det legger grunnlaget for de strategiske analysene senere i oppgaven.

2.1 Oppdrettsbransjen

Oppdrettsbransjen har siden 1970-tallet utviklet seg til å bli en stor del av norsk næring. Fisk er den tredje viktigste eksportvaren i Norge bak olje og naturgass (MOWI, 2020). I 2019 eksporterte Norge fisk for 104,1 milliarder NOK (SSB, 2020b). Norge er den største produsenten av laks i verden, etterfulgt av Chile, Storbritannia og Nord-Amerika. Grunnen til Norges dominante posisjon er i hovedsak god temperatur og værforhold, samt en lang kystlinje (SNL, 2019). Laks blir sett på som ferskvare og det er mest normalt å eksportere til nærliggende

marked. Historisk har Norge eksportert mest til EU, Russland (frem til importforbud i 2014) og Asia.

Før vi går videre i oppgaven vil vi sette noen begrensninger for vår verdsettelse. Den norske oppdrettsbransjen har mange ulike produkter, men SalMar fokuserer kun på laks. Derfor vil vi begrense industrien til lakseoppdrett, som for så vidt er den klart største delen av industrien. Det er konkurranse fra hele verden, spesielt fra Chile, Canada og Storbritannia, men på grunn av forskjeller i kostnadsstruktur og annet, vil vi kun sammenligne med selskaper notert på Oslo Børs. Bransjen vi analyserer vil da bli norske bedrifter som driver med lakseoppdrett.

2.2 Laksens historie

Laks er en svært ettertraktet råvare og tilbudet har steget med 443 prosent siden 1995 (MOWI, 2020, s. 26). Årlig vekst har ligget på rundt åtte prosent. Men i nyere tid har den sunket til seks prosent, og det er forventet avtagende vekst fremover. Bakgrunnen for denne trenden er at industrien har nådd et produksjonsnivå der biologiske grenser skyves. Det betyr at fremtidig vekst ikke lenger kun blir drevet av industrien, men veksten krever innovasjon av blant annet teknologi og farmasøytiske produkter.

Kommersiell fiske har hatt liten vekst og produksjonsverdien har vært relativt konstant. Dette indikerer at kommersiell fiske har nådd et bærekraftig maksimum og at potensiale for fremtidig vekst er størst i oppdrettsnæringen. Nedenfor vises utviklingen av eksport av sjømat for kommersiell fiske og oppdrett fra 2010 til 2019 (Norges sjømatråd, 2020).

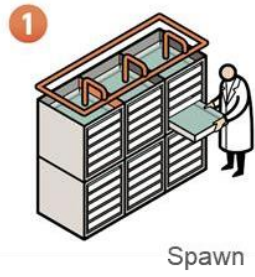


Figur 2 Utvikling i eksport av sjømat 2010-2019

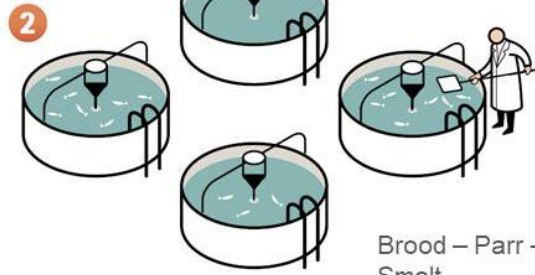
2.3 Produksjonssyklus

Produksjonssyklusen til oppdrettslaks består av mange ledd og hele syklusen tar fra to til over tre år (SalMar, 2020). Det første steget i produksjonssyklusen er at stamfisk (villaks) gir rogn og melke, som igjen gir fertiliserte egg. Disse eggene blir plassert i en inkubator hvor eggene ligger i 60 dager før de klekkes. Fire til seks uker etter klekking blir de flyttet over til ferskvannstanker hvor de blir matet og forberedt til smoltifisering. Smoltifisering er prosessen der fisken går fra ferskvann til saltvann, og de blir plassert i merder. En merd er en stor notpose som henger fritt ned i sjøen. I disse merdene vokser fisken til den er klar for slakting. Dette tar mellom 12 til 24 måneder. Deretter blir fisken slaktet for så å bli prosessert og solgt som forskjellige varer i forskjellige markeder. Bildet nedenfor viser den typiske produksjonssyklusen (MOWI, 2020, s. 48).

10-16 months

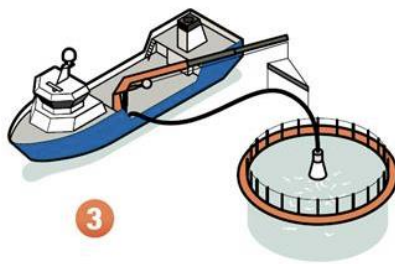


Spawn

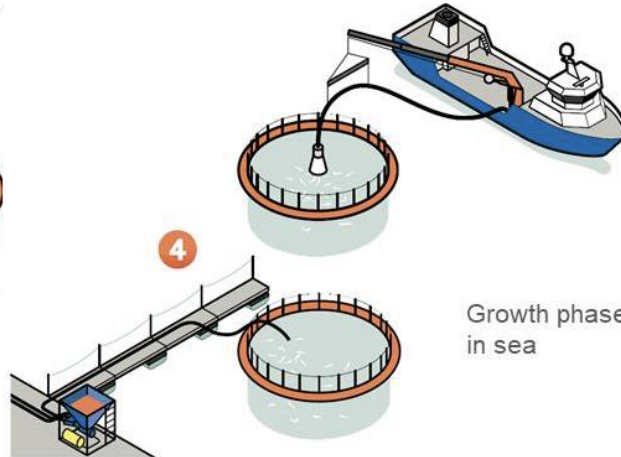


Brood - Parr - Smolt

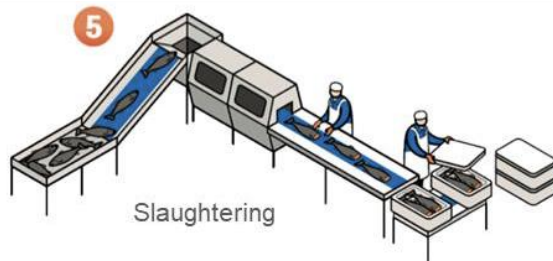
12-24 months



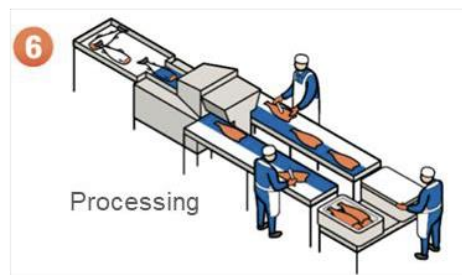
Transfer to sea



Growth phase in sea



Slaughtering

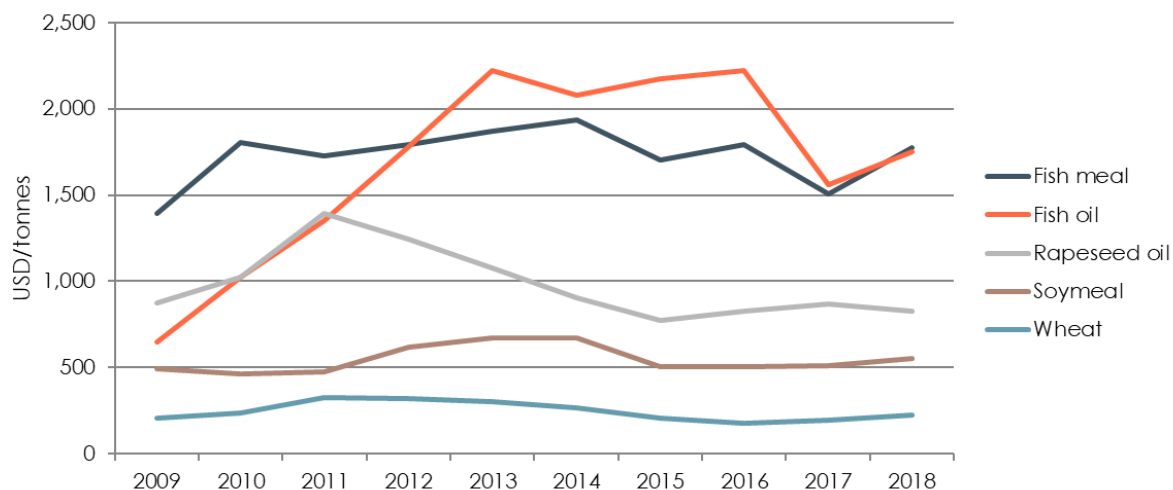


Processing

Figur 3 Produksjonssyklus

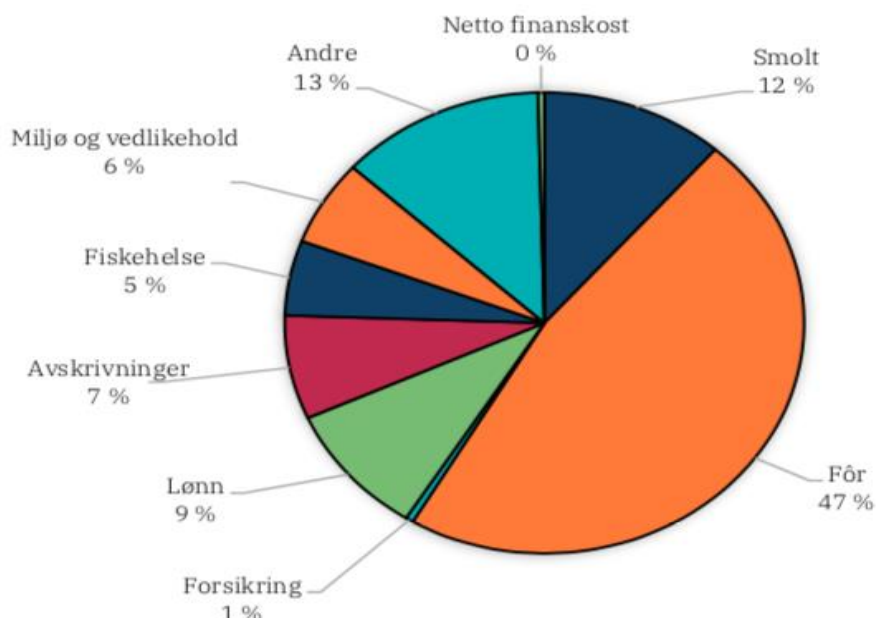
2.4 Kostnadsstruktur

Nedenfor vises en oversikt over ulike elementer som trengs for å produsere fiskefôr. Dette eksemplet gjelder spesielt norsk oppdrettsnæring (MOWI, 2020, s. 62-65).



Figur 4 Produksjonskostnader oppdrettsnæringen

Historisk sett har produksjonskostnadene sunket på grunn av teknologisk utvikling og nye teknikker. Fôr er den klart største kostnaden og dekker nesten halvparten av alle kostnadene. En prisøkning på fôret vil derfor ha en stor effekt på lønnsomheten. Norsk fiskefôr består av fiskeolje, fiskemel, rapsolje, soya og hvete. I nyere tid har produksjonskostnadene økt, noe grunnet prisøkning på fiskeolje og -mel (som utgjør 23% av fiskefôret), men også biologiske kostnader og strengere reguleringer. Nedenfor vises hvor stor andel fiskefôr utgjør av kostnader (Fiskedirektoratet, 2018, s. 28).



Figur 5 Produksjonskostnader per kg fordelt på de ulike kostnadsartene i 2018

2.4.1 Laksepris

Lakseprisen er en av de viktigste økonomiske driverne i oppdrettsnæringen. Prisen på laks kan variere stort på ukentlig og månedlig basis (Fishpool, 2020). Dette gjør lakseoppdrett til en volatil og syklisk bransje. Store prisendringer kommer av en uelastisk tilbudsside på grunn av lange produksjonssykluser og at det ferdige produktet i all hovedsak skal bli solgt fersk. Hvis etterspørselen etter laks er høy, vil prisen være høy. Dette kan føre til at oppdretterne ønsker å øke tilbudet, som kan føre til tilbudsoverskudd når laksen blir solgt to til tre år etter produksjonsstart. Dette vil videre føre til at prisen på laks går ned. Disse lavere prisene gir en lavere produksjon, som fører til en ny periode med høyere priser. Nedenfor vises gjennomsnittlig laksepris fra 2006 til 2019.



Figur 6 Utvikling laksepris

2.4.2 Sammenlignbare firma

For å foreta strategiske og finansielle analyser er det viktig å ha sammenlignbare referanser. Etter å ha lagt til grunn størrelse, forretningsområde, inntekter og tilstedeværelse på Oslo Børs, har vi funnet ut at MOWI ASA (heretter MOWI), Lerøy Seafood Group (heretter Lerøy) og Grieg Seafood ASA (heretter Grieg) er mest sammenlignbare firmaene til SalMar. Dette er også de fire største oppdrettsselskapene i Norge. Vi vil presentere selskapene under.

MOWI

MOWI er det største oppdrettsselskapet i verden og har hovedkvarter i Bergen (MOWI, 2020). MOWI opererer blant annet i Norge, Skottland, Canada, Chile og Irland. MOWI kontrollerer hele verdikjeden selv, fra produksjon til salg og distribusjon. De produserer i tillegg sitt eget fiskefôr.

Lerøy Seafood

Lerøy Seafood er det nest største oppdrettsselskapet i verden og har hovedkvarter i Bergen (Lerøy Seafood Group, 2020). Lerøy kontrollerer også hele verdikjeden selv, fra produksjon til salg og distribusjon. Lerøy har oppdrettsfasiliteter i mange ulike land og produserer også andre sjømatprodukter enn laks.

Grieg Seafood

Grieg Seafood er et av de største oppdrettsselskapene i verden og har hovedkvarter i Bergen (Grieg Seafood, 2020). De har produksjonsfasiliteter i Norge, Canada og Shetland. Grieg produserer både laks og ørret.

For å vise størrelsesforholdet mellom de sammenlignbare firmaene, har vi nedenfor en fremstilling av konsesjoner, EBITDA, markedsverdi og slaktevolum. Vi vil senere i oppgaven vise tall for å sammenligne selve driften av selskapene. Tallene er funnet i selskapenes årsrapporter.

Tall fra 31.12.2019	SalMar	MOWI	Lerøy	Grieg
Konsesjoner	100	628	156	85
Slaktevolum i tonn	143 300	435 904	158 178	82 973
Ansatte	1 703	14 866	4 693	861
EBITDA	3 786 045	11 310 193	3 746 277	1 498 158
Markedsverdi	50 905 689 551	118 004 750 966	34 733 605 544	15 666 178 600

Tabell 1 Nøkkeltall sammenlignbare selskap

2.5 SalMar

SalMar ble grunnlagt i 1991 av Gustav Witzøe og er en av verdens ledende produsent av oppdrettslaks (SalMar ASA, 2020b). Selskapet startet med én konsesjon og 25 ansatte og har i dag 100 konsesjoner og 1703 ansatte. De har vokst ved kjøp av konsesjoner og oppkjøp. SalMar har syv settefisk-anlegg og ett rognkjeksanlegg. Her produserer de smolt og rognkjeks. Smolt er lakseunger som er klare for utvandring fra fersk- til saltvann (SNL, 2018). De har ett oppdrett i Midt-Norge med 68 konsesjoner og slaktevolum på 95.300 tonn. De har også et oppdrett i Nord-Norge med 33 konsesjoner og et slaktevolum på 48.000 tonn.

SalMars har en ambisjon om å være verdens beste oppdrettsselskap og har visjonen «Passion for Salmon». Videre har SalMar to tydelige strategiske mål som er kjernen i strategien:

1. Oppdrettsvirksomheten skal være kostnadsledende – best på operasjonell effektivitet.
2. Salg og industri skal sikre optimal anvendelse av laksen for å oppnå den best mulige prisen.

Sammen med Lerøy Seafood Group startet SalMar selskapet Norskott Havbruk AS gjennom et 50/50 partnerskap. Norskott eier Scottish Sea Farms Ltd. som er Storbritannias nest største lakseprodusent. I tillegg eier SalMar 54,23% av Arnarlax Ehf. som er Islands største lakseoppdretter.

2.5.1 Virksomhetsområder

SalMars virksomhetsområder kan deles i fire: 1) *yngel og smolt – settefiskproduksjon*, 2) *oppdrett*, 3) *slakting, pakking og foredling (VAP)* og 4) *salg og distribusjon* (SalMar, 2020e).

Yngel og smolt – settefiskproduksjon

Det er strategisk viktig for selskaper i oppdrettsnæringen å være mest mulig selvforsynt med smolt. SalMar er selvforsynt med smolt av høy kvalitet, noe som er helt avgjørende siden SalMar er en internasjonal ledende produsent av laks (SalMar, 2020e). God kvalitet på smolten er helt avgjørende for en sikker og effektiv produksjon av oppdrettslaks.

Oppdrett

SalMars hovedregion er Midt-Norge. Her er det riktige og gunstige temperaturer året rundt på grunn av Golfstrømmen. SalMars oppdrettsanlegg har sterkt fokus på kostnadseffektiv drift og høy etisk standard på dyrehold (SalMar, 2020e).

Slakting, pakking og foredling (VAP)

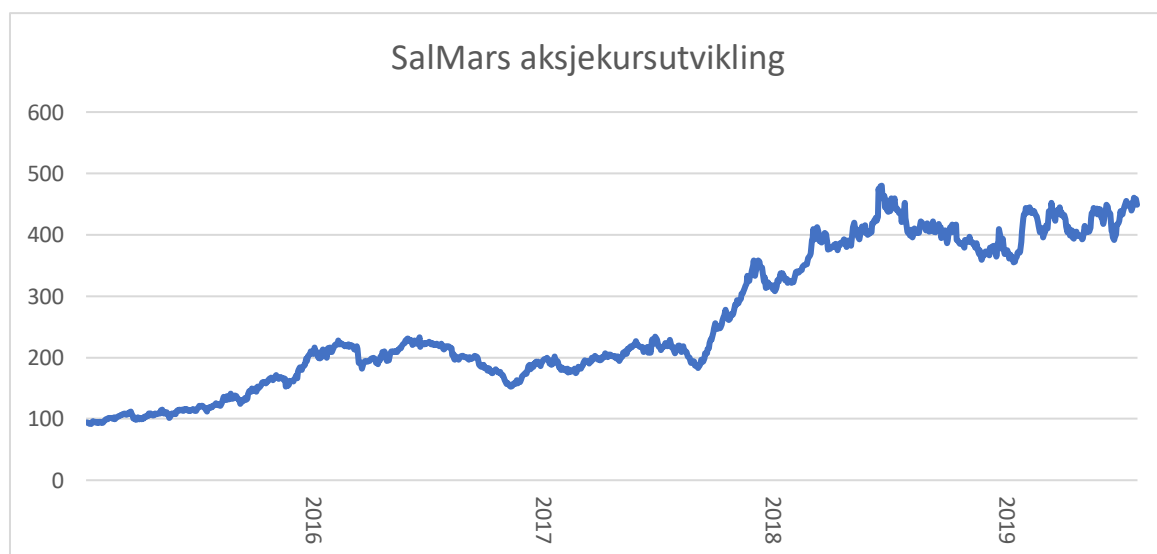
SalMar har investert mye i egen foredlingsvirksomhet som har vært et viktig fundament for selskapets utvikling. De har store slaktevolum og oppnår store økonomiske skalafordeler ved å bringe det store slaktevolumet til ett anlegg. SalMar får da også bedre fleksibilitet og bedre utnyttelse av hele fisken.

Salg og distribusjon

SalMar har et fullintegrert system for oppdrett, slakting, foredling, salg og distribusjon og kontrollerer hele verdikjeden. Omsetningen er fokusert på markedene i Europa, Asia og Amerika og totalt til 50 nasjoner (SalMar, 2019).

2.5.2 Børs

SalMar ble den 8. mai 2007 listet på Oslo Børs og hadde da en aksjepris på 39 NOK og en markedsverdi på 4.017 millioner NOK. Den 30.12.2019 var aksjeprisen 449,3 NOK som gir en markedsverdi på 50,7 milliarder NOK. Nedenfor er en graf over SalMars aksjekursutvikling siden 2015 (DN Investor, 2020).



Figur 7 SalMars aksjekursutvikling

Kverva Industrier AS er den største aksjonæren med 52,46% av aksjene og har dermed stor innflytelse over selskapet. Grunnleggeren av SalMar, Gustav Witzøe, og sønnen, Gustav Magnar Witzøe, styrer Kverva Industrier. Neste på aksjonærlisten er Folketrygdfondet med seks prosent.

3. Strategisk Analyse

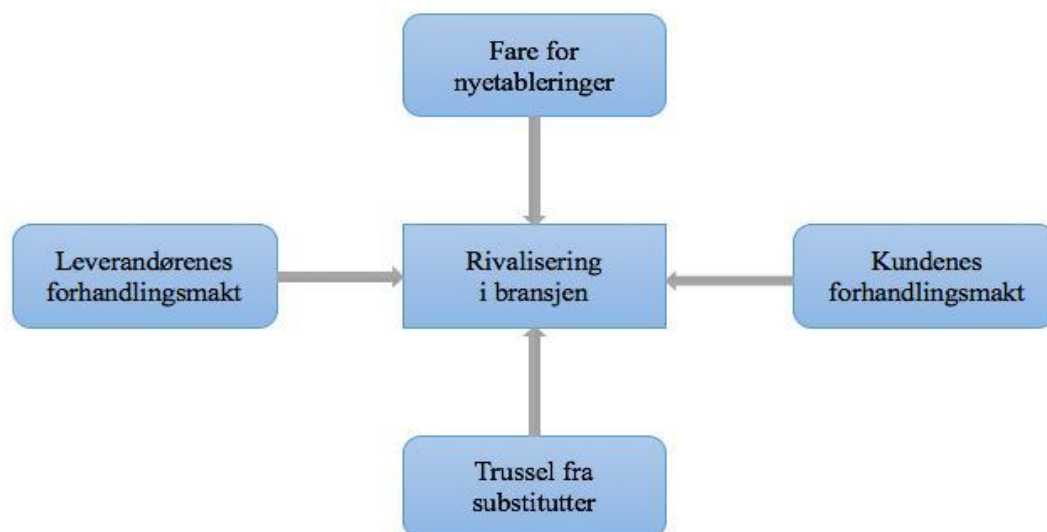
I denne seksjonen vil vi foreta en ekstern og intern strategisk analyse av SalMar. Den eksterne analysen vil hjelpe oss med å se muligheter og trusler som kan påvirke SalMar. Den interne analysen tar for seg styrker og svakheter som kan gi SalMar konkurransemessige fortrinn eller ulemper i bransjen.

3.1 Ekstern analyse

I den eksterne analysen vil vi bruke Porters fem krefter og PESTEL-rammeverket. Femkraftsmodellen ser på attraktiviteten til en bransje, mens PESTEL-rammeverket tar for seg virksomhetens makroomgivelser.

3.1.1 Porters femkraftsmodell

Femkraftsmodellen til Michael Porter måler attraktiviteten i en bransje ved å se hvor eksponert den er for fem spesifikke bransjekrefter (Market Forecast, 2020). Under er en figur av de fem bransjekreftene og vi vil videre vurdere bransjen opp mot alle bransjekreftene.



Figur 8 Femkraftsmodellen

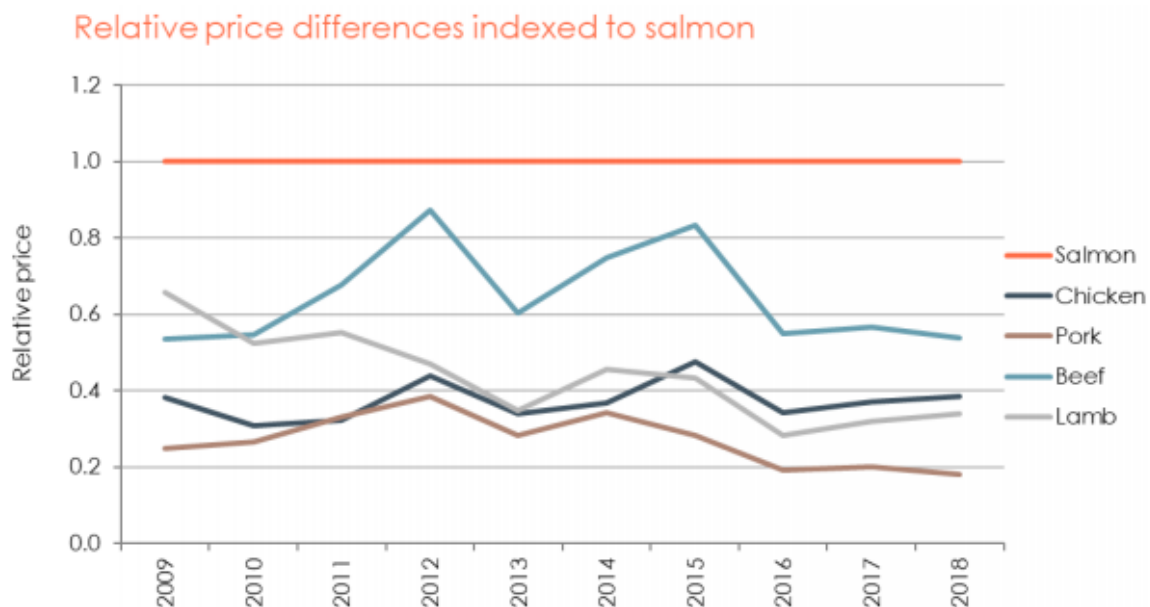
Fare for nyetableringer

Trusler fra fremtidige konkurrenter går ut på hvor lett det er for nye bedrifter å etablere seg i en bransje og svekke andres posisjon. Inngangsbarrierer til et marked kan blant annet være etableringskostnad, om det er stordriftsfordeler, om konkurransefortrinn er lette å imitere og om det er restriksjoner fra myndigheter.

Å etablere seg i oppdrettsbransjen krever gode naturgitte betingelser, samt gode geografiske og biologiske forhold. En annen barriere er at oppdrettsnæringen har strenge reguleringer fra lokale myndigheter og staten. For å drive i oppdrettsnæringen må man ha konsesjon. Skal man etablere et oppdrettsanlegg må det drives og avvikles på en miljømessig forsvarlig måte og styres av akvakulturloven (akvakulturloven, 2005, § 6). Det er få, men store aktører i oppdrettsbransjen. Dette er mye på grunn av at større selskaper slår seg sammen eller kjøper opp mindre selskaper. Geografiske forhold, strenge lovmessige forhold og at det er få, men store aktører, gjør det vanskelig å etablere seg i oppdrettsbransjen.

Trusler av substitutter:

Substitutter til laks vil være andre type matvarer, og spesielt animalske matvarer med et høyt proteininnhold som for eksempel fjærkre, storfekjøtt, svinekjøtt og andre typer fisk. Prisen på laks og de tidligere nevnt substituttene har blitt relativt dyrere det siste tiåret. Laks har historisk alltid vært et dyrt produkt. Under er en figur som viser prisforskjell mellom ulike proteinkilder (MOWI, 2020, s. 23).



Figur 9 Relative prisforskjeller proteinkilder

Selv om laks er dyrere enn substituttene, er det mange grunner for at folk skal velge laks. Laksen er rik på omega-3 fettsyrer, mineraler, mikronæringsstoffer, vitaminer og er en god kilde til protein av høy kvalitet. Laks blir sett på som et sunnere alternativ enn substituttene, og helsedirektoratet anbefaler folk å spise fisk minst to ganger i uken. At helsefordelene ved å spise fisk blir promotert av globale helsemyndigheter er med på å gjøre at laksen differensierer seg fra alternativene og gjør at etterspørselen er mindre sensitiv til prisendringer.

Det er forventet en produksjonsvekst på 10% i løpet av 2018-2027 og anslått befolkningsvekst er på 9% i samme periode. Dette betyr at vi mest sannsynlig vil se en global økning i det gjennomsnittlige fiskekonsumnivået (MOWI, 2020, s. 13). Det er vekstmuligheter i oppdrettsnæringen og på bakgrunn av dette og de overnevnte grunnene vil vi si at trusselen fra substitutter er moderate.

Kundenes forhandlingsmakt

Dette punktet går ut på påvirkningen kundene har på prisen, altså hvor enkelt kundene de kan presse prisen ned. Antall kjøpere, viktigheten av kundene og hvor mye det koster for kundene å bytte til et annet produkt, spiller inn. Er kjøperne få og sterke, kan de ofte i større grad bestemme prisene. Markedet som SalMar opererer i er stort, etterspørselen høy og tilbudet er begrenset. Kjøperne er av ulik størrelse, fra ulike plasser i verden og hver enkelt kunde kjøper en liten del av det totale volumet. Derfor har kundene en lav forhandlingsmakt så lenge globalt tilbud er begrenset.

Leverandørens forhandlingsmakt

Som i all dyreproduksjon utgjør fôr den største delen av totale kostnader (figur 5). Prisen på fôr er derfor avgjørende for bedriftenes lønnsomhet. Det siste tiåret har fôrindustrien for laks blitt mer og mer konsolidert. Siden 2008 er det tre bedrifter som har dominert det norske laksefôrmarkedet. Skretting, Biomar og Ewos forsyner omtrent det hele norske oppdrettsmarkedet med fôr, med unntak av MOWI, som i 2014 begynte å produsere eget fôr og er selvforsynt. Når det bare er tre leverandører, får disse høy forhandlingsmakt. For å redusere forhandlingsstyrken til leverandørene er det viktig for oppdrettsselskaper og eliminere behovet for eksterne leverandører. Det er derfor selskaper i denne bransjen har stort fokus på vertikal integrasjon. SalMars smoltanlegg og MOWI sitt fôrproduksjonsanlegg er gode eksempler på dette. Per dags dato er det kun MOWI som er selvforsynt med fôr, og derfor anser vi leverandørens forhandlingsmakt som høy.

Oppdrettsnæringen har også andre leverandører av forskjellige produkter og tjenester, men disse produktene og tjenestene utgjør en mye mindre del av kostnadene. Dette gjør at forhandlingsmakten til disse leverandørene er lavere enn forhandlingsmakten til fôrleverandørene.

Rivalisering i bransjen

Av figur 7 ser vi alle faktorene som påvirker konkurransesituasjonen. I tillegg, ifølge Harvard Business School (2011), indikeres sterk konkurranse ved at det er mange konkurrenter, lav vekst, høye faste kostnader, høye avgangsbarrierer og at bedriftene ikke er like hverandre. Dette stemmer for det meste ikke for oppdrettsbransjen. I oppdrettsbransjen er det få og store aktører. Dette skyldes konsesjoner som er tildelt og at mindre bedrifter med konsesjoner blir kjøpt opp av de største aktørene. De tre mest sammenlignbare selskapene, som vi nevnte under punkt 2.4.2, samt SalMar, står for omtrent halvparten av slaktevolumet i Norge (MOWI, 2020, s. 44). Veksten i oppdrettsbransjen er ikke lav, tvert imot er den ekstrem. Vi mener at avgangsbarrierene i bransjen ikke er høye i og med at oppkjøp av mindre bedrifter til stadig skjer. I tillegg er bedriftene relativt like hverandre: Det er lite forskjell på produktene og finner et selskap en ny teknologi, en ny produktvariant eller lignende, er det lett for andre å imitere dette. Det eneste som stemmer med en ekstrem konkurranse er høye faste kostnader (Harvard Business School, 2011).

3.1.2 PESTEL

En PESTEL-analyse brukes til å identifisere faktorer som kan påvirke en virksomhet. PESTEL er en forkortelse for «political», «economical», «social», «technological», «enviromental» og «legal» (Oxford College of Marketing, 2020). Disse begrepene omtales videre kronologisk på norsk og vi vil ta for oss SalMar og bransjen i lys av disse begrepene.

Politiske faktorer

Det er 2% tariff på laks til EU og 13% på prosessert laks (Regjeringen, 2018). Størsteparten av norsk laks eksporteres til EU, og det er ikke noen diskusjon om denne satsen skal økes eller senkes. Det var handelsstopp med Kina fra 2010 til 2016. Forholdet mellom Norge og Kina er nå bedre, handelsblokaden er opphevet og en lakseavtale mellom Norge og Kina som åpner for mer lakseeksport er signert (Aftenposten, 2019). Det har også vært restriksjoner mot Russland fra EU, og Russland svarte med totalforbud for import av norsk laks 2014 (Regjeringen, 2018b).

Det er anslått at laksenæringen totalt har tapt over 20 milliarder kroner på utestengelsen fra Russland (E24, 2019).

Regjeringen foreslo i november 2019 en grunnrenteskatt for oppdrettsselskap (regjeringen, 2019). Denne grunnrenteskatten ble det ikke noe av, men det er foreslått å innføre en produksjonsavgift (iLaks, 2020). Denne avgiften er nylig blitt foreslått, den er langt fra fastslått og er noen år frem i tid.

Disse hendelsene er utenfor oppdretternes kontroll og kan derfor ikke kontrolleres, men ha store konsekvenser. I og med at en stor del av markedet er eksport, vil det også være politiske faktorer til stede.

Økonomiske faktorer

På grunn av oppdrettsbransjens høye eksport, spiller endringer i valutakurser en stor rolle for inntektene. Kostnadene til bedriftene forekommer i norske kroner og størsteparten av inntektene kommer inn i utenlandsk valuta. En svekkelse av den norske krona vil lede til en økning i laksepris i NOK og vice versa. Av figur 6 ser vi at lakseprisen har steget kraftig. Som nevnt i kapittel 2.4.1, er lakseprisen bestemt av tilbud og etterspørsel, i tillegg til valutakurser.

I løpet av 2019 økte rentenivået i Norge kraftig, noe som er negativt for nye investeringer, spesielt i en kapitalintensiv industri. I den seneste tiden har derimot rentenivået i Norge vært lavt og forventes å være relativt stabilt fremover (Norges Bank, 2020b).

Sosiokulturelle faktorer

At verden trenger mer mat og at befolkningsveksten er stor er ingen hemmelighet. Innen 2030 er det forventet at verden må produsere 30% mer mat (SalMar, 2019) og mer av den maten må komme fra sjøen på grunn av større befolkningstetthet. Det er et stort fokus på sunn mat og at det trengs andre proteinkilder enn storfekjøtt.

Laks er en dyr råvare. Økonomien i fremvoksende markeder vokser og det kan da tenkes at flere av verdens befolkning får råd til laks. Andelen av fattige minsker stadig, noe som også tyder på at det trengs mer mat i verden.

Teknologiske faktorer

På grunn av begrenset tilbud er teknologiutvikling essensielt i oppdrettsbransjen. Å redusere dødelighet, lus og rømming er noe av det som er essensielt for bransjen. Det gis utviklingskonsesjoner for teknologiutvikling i bransjen (Tekfisk, 2019). I den interne analysen vil vi gå nærmere inn på dette. Offshore oppdrettsanlegg (beskrevet i den interne analysen), landbasert oppdrettsanlegg (Atlantic Sapphire, 2020) og gjennomstrømsbasseng (Andfjord, 2020) er nye, innovative teknologier i oppdrettsbransjen. Fordelen med de to sistnevnte er at man slipper rømming og sjøtransport, men disse løsningene har ikke slaktet fisk ennå og har ikke noen særlig utbredelse.

Økologiske faktorer

De største økologiske utfordringene er rømming fra oppdrettsanlegg og lakselus. Problemet med rømming, foruten økonomiske konsekvenser av tapt fisk, er at det forekommer genfeil hvis de parrer seg med villaks. Oppdretterne får også bot for dette. Men, lakserømming er redusert med 98% fra 2006 til 2017 (Laksefakta, 2018). Lakselus fører til skader og potensielt død for laksen, dette er en stor utfordring.

Legale faktorer

Konsesjoner gjør at oppdrettsbransjen er sterkt regulert i Norge. Fiskedirektoratet og fylkeskommunen bevilger konsesjonene (Fiskedirektoratet 2017). I tillegg til vanlige konsesjoner ble det fra 2015 gitt undervisningstillatelser til bruk av utdanning samt forsknings- og utviklingstillatelser. Sistnevnte konsesjon er den mest aktuelle for SalMar og blir gitt for å fremme Norges teknologiske innovasjon. Et eksempel på en slik konsesjon er SalMars Ocean Farm 1, som vi skal gå nærmere inn på i den interne analysen (kapittel 3.2). Totalt antall lisenser øker smått (Fiskedirektoratet, 2018b). Fra 2002 til 2018 har antall konsesjoner økt fra 848 til 1015.

3.2 Intern analyse

I den interne analysen vil vi se på og analysere SalMars interne ressurser. Ved å se på de interne styrkene og svakhetene til SalMar vil vi kunne se om SalMar har et konkurransefortrinn i forhold til konkurrentene. For å gjøre dette vil vi bruke VRIO-rammeverket.

3.2.1 VRIO

VRIO-rammeverket blir brukt til å analysere et firma sine interne ressurser og evner, for så å finne ut om disse ressursene kan gi vedvarende konkurransefortrinn. For å kunne evaluere disse konkurransemessige implikasjonene, må vi analysere SalMars ressurser oppimot VRIO-rammeverkets fire dimensjoner/spørsmål; *valuable (V)*, *rareness (R)*, *Imitability (I)*, *Organized (O)*. De interne ressursene vi vil analysere er InnovaMar/InnovaNor, Ocean Farm 1/offshore oppdrett og konsesjoner.

3.2.1.1 InnovaMar/InnovaNor

I 2009 investerte SalMar i InnovaMar som den dag i dag er et av verdens mest innovative og kostnadseffektive anlegg når det kommer til ilandføring, slakt, og bearbeiding av laks (SalMar, 2020c). Gjennom mer automatisering og nye kombinasjoner av tekniske løsninger vil SalMar kunne redusere kostnader og få bedre pris på laksen grunnet økt kvalitet. Sommeren 2021 vil også InnovaNor være klar til bruk. Dette er et lignende anlegg som InnovaMar og vil ha de samme fordelene. Vi vil på bakgrunn av dette undersøke om InnovaMar og InnovaNor i fremtiden kan skape et vedvarende konkurransefortrinn for SalMar.

V: InnovaMar styrker konkurransekraften, reduserer kostnader, øker kapasitet og fleksibilitet samt forbedrer kvaliteten på produktene til SalMar. SalMars strategi og fokus omhandler industriell utvikling og verdiskapning, noe InnovaMar bidrar med. Vi vil derfor si at InnovaMar er verdifull for SalMar.

R: InnovaMar har en kapasitet på 150.000 tonn laks hvert år, noe som gjør den til Norges største slakte og produksjonsanlegg. Konkurrentene har også slakte- og produksjonsanlegg, men ikke i nærheten av SalMars størrelse og kapasitet. Det nærmeste vil være Mowi (iLaks, 2018) sitt anlegg Ryfisk (iLaks, 2018) og Lerøy sitt anlegg Hitra som begge to har en kapasitet på rundt 70.000 tonn laks (Tekfisk, 2018). SalMars InnovaMar har mer enn dobbel kapasitet i forhold til disse anleggene. Vi vil derfor si at InnovaMar er sjelden.

I: Investeringene knyttet til InnovaMar lå på rundt 550 millioner kroner. Prosjektet krevde både mye tid og penger, men for konkurrenter med sterke økonomiske ressurser vil det være mulig å kunne etterligne et lignende anlegg. Vi vil derfor si at InnovaMar er ikke-imiterbar på kort sikt pga. planlegging og en tidskrevende byggeprosess, men imiterbar på lang sikt.

O: For å sikre god utnyttelse av InnovaMar jobber SalMar målbevisst blant annet gjennom salg av slakte- og foredlingstjenester til andre oppdrettere i Midt-Norge (SalMar, 2020c). SalMar

nådde et slaktevolum på 143.300 tonn i 2019 og har hatt en økning i både volum og inntekter de siste årene. Vi vil derfor si at SalMar er organisert til å skaffe verdi fra InnovaMar.

3.2.1.2 Ocean Farm 1 og offshore fiskeoppdrett

SalMar var det første oppdrettsselskapet i verden som fikk lisens til å bygge et offshore oppdrettsanlegg. Ocean Farm 1 er bygget som en fullskala pilot og den er laget for å teste ut biologiske og teknologiske sider ved å drive fiskeoppdrett til havs. SalMar har også et annet prosjekt, Smart Fish Farm, som omhandler oppdrett i det åpne hav. Tidlig i 2019 fikk de 8 utviklingskonsesjoner til dette prosjektet. Vi vil undersøke om Ocean Farm 1 og offshore fiskeoppdrett kan gi SalMar et vedvarende konkurransefortrinn.

V: Store problemer for oppdrettsanleggene som ligger langs kysten er blant annet lakselus, sykdom, rømming, og miljøavfall. Å flytte oppdrettsanleggene ut i åpent hav kan være en løsning på disse problemene. Ved å flytte oppdrettsanleggene ut vil man oppnå større areal til laksen, og få sterke havstrømmer som reduserer spredning av parasitter, sykdommer, og forurensing. Det vil også gi mer avstand til og mindre negative konsekvenser for den ville laksebestanden som holder til langs kysten og i elver. Ved å gi SalMar nye muligheter som blant annet å bli kvitt store kostbare trusler som lakselus, vil vi si at dette er verdifullt for SalMar.

R: SalMar er det eneste oppdrettsfirmaet i verden som har fått lisens og bygget et offshore oppdrettsanlegg. Denne ressursen er sjelden.

I: Investeringen av dette oppdrettsanlegget kostet 690 millioner kroner og smart Fish Farm prosjektet koster 1,5 milliarder kroner. Et av kriteriene for utbyggingslisenser slik SalMar har fått er at hvis prosjektet lykkes, vil teknologien bli delt slik at det kommer hele industrien til gode. Så hvis prosjektene lykkes vil den være imiterbar for konkurrenter med sterk finansiell kapasitet.

O: SalMar er en pioner innen offshore fiskeoppdrett. Etter å ha testet Ocean Farm 1 i første produksjonssyklus, som varte i 15 måneder, har SalMar slått fast at fisken har hatt god tilvekst og at kvaliteten har vært jevn og god. Det var observert lite lakselus og det var ikke nødvendig med en eneste lusebehandling. Disse gode pilotresultatene gjorde at SalMar ville investere mer i offshore fiskeoppdrett. Vi vil derfor si at SalMar er organisert til å utnytte og skap verdi fra denne ressursen.

3.2.1.3 Konesjoner

Konesjoner i Norge er en sjelden og begrenset ressurs som blir regulert av staten. Derfor er SalMars konesjoner både verdifulle og sjeldne. SalMar jobber aktivt med å få nye konesjoner, men de har ikke fått noen nye konesjoner siden 2014 (SalMar, 2020). Dette gjør at konesjoner ikke er imiterbare på kort sikt, men imiterbare på lang sikt. SalMar er også organisert til å skape verdi fra nåværende konesjoner og potensielle nye konesjoner.

3.2.2 Sammendrag av den interne analysen

I tabellen under ser vi sammendraget av VRIO analysen. Vi ser at InnovaMar/InnovaNor, Ocean Farm 1/offshore oppdrett og konesjoner gir midlertidig konkurransefordel. Disse interne ressursene er verdifulle for SalMar nå, men alle kan bli imitert av konkurrentene.

Indre ressurs	Verdiful	Sjelden	Imiterbar	Organisert	Resultat
InnovaMar/InnovaNor	Ja	Ja	Ja	Ja	Midlertidig konkurransefordel
Ocean Farm 1/offshore oppdrett	Ja	Ja	Ja	Ja	Midlertidig konkurransefordel
Konesjoner	Ja	Ja	Ja	Ja	Midlertidig konkurransefordel

Tabell 2 VRIO-oppsummering

4.0 Verdsettelsesmetoder

Vi har valgt å bruke «enterprise discounted cash flow» (heretter EDCF) som vår verdsettelsesmetode. Relativ verdsettelse blir også brukt for å underbygge verdien vi kommer frem til ved å bruke EDCF. Videre i kapittelet vil vi forklare begge metodene.

4.1 Diskontert kontantstrømsanalyse

Diskontert kontantstrømsanalyse (DCF) er en fundamental verdsettelsesmetode og går ut på å predikere og beregne fremtidige frie kontantstrømmer, for så å finne en relevant diskonteringsrente basert på selskapets risiko. Kontantstrømmene diskonteres og man finner nåverdi av selskapet. Det er flere typer DCF-metoder, og vi har valgt å benytte oss av «Enterprise discounted cash flow» (EDCF). Metoden passer best for selskaper der blant annet gjeldsandelen er en liten del av verdien til selskapet.

Vi har reorganisert regnskapet til SalMar, for så å finne prognoser for de fremtidige kontantstrømmene. De frie kontantstrømmene diskonteres med et avkastningskrav, for å finne verdien av selskapet. SalMar skal være en stor aktør i lang tid, og da er det hensiktsmessig å dele verdsettelsen inn i to deler; en planleggingsperiode og en prognoseperiode/terminalverdi. Planleggingsperioden vår er på fem år frem i tid, mens terminalverdien har en ubestemt tid og en fremtidig vekst blir brukt. Den siste kontantstrømmen i prognoseperioden blir brukt til å finne terminalverdien, som er basert på uendelig vekst i fremtiden. Terminalverdien finner vi med formelen under, hvor r er avkastningskrav (WACC) og g er forventet vekst.

$$\text{Terminalverdi} = \frac{FCF_{t+1}}{(r - g)}$$

Verdien av selskapet blir da summen av nåverdien til kontantstrømmene i planleggingsperioden og nåverdien av terminalverdien.

Vi har valgt denne metoden som vår hovedmetode. Det er den mest brukte verdsettelsesmetoden, og å kombinere denne med multipler er en sterkt anbefalt metode (Titman & Martin, 2014, s. 316). Vi får da også gjort en grundig prognose av regnskapet til selskapet.

4.2 Relativ verdsettelse

Relativ verdsettelse går ut på å finne verdien av selskapet ved å bruke multipler fra andre sammenlignbare selskaper. De mest vanlige multiplene er markedsverdi dividert med EBITDA (EV/EBITDA) eller dividert med salg (EV/Sales), pris/bok (P/B) og pris/inntjening (P/E). Man kan også sammenligne med innsatsfaktorer, og for SalMar er de mest aktuelle slaktevolum eller antall konsesjoner. Vi har valgt å bruke P/B, EV/EBITDA og EV/EBIT. Vi utelater pris/salg (P/S) siden SalMar har mindre fokus på VAP enn konkurrentene. De har derfor mindre relative salgsinntekter, men henter det igjen på mye lavere kostnader. Vi har også utelatt P/E siden gjeldsgrad påvirker denne multiplene i stor grad.

Fordelene ved å foreta en verdsettelse basert på sammenlignbare selskaper er at det er relativt enkelt og at man slipper å gjøre antagelser om fremtiden (som man gjør ved DCF). Nøkkelen for å få en mest mulig nøyaktig verdsettelse med denne metoden er å finne de mest

sammenlignbare selskapene. Selskapene må ikke være for mange eller for få, må være i samme bransje og fortjenesten og vekst bør omtrentlig være på samme nivå. Denne metoden vil vi bruke som et supplement til EDCF-metoden.

5. Historisk analyse

I denne seksjonen vil vi se på SalMars finansielle historie og sammenligne med konkurrentene som er nevnt i kapittel 2.4.2. Det er viktig å forstå historien til SalMar hvis vi skal si noe om de fremtidige prestasjonene (Koller et al., 2015). Alle tall er hentet fra årsrapportene til de fire selskapene.

5.1 ROIC-analyse

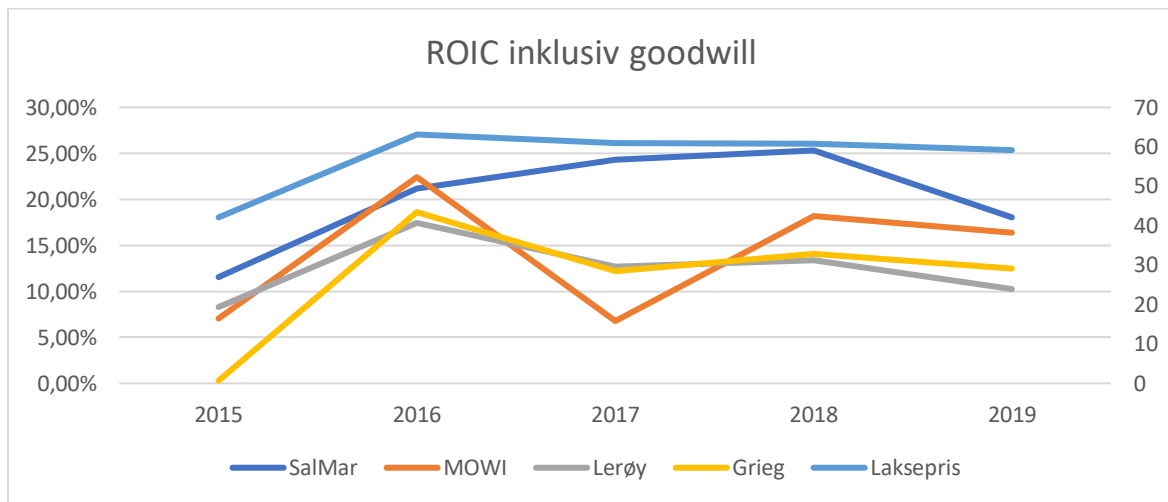
«Return on Invested Capital» (heretter ROIC), avkastning på investert kapital på norsk, måler selskapets evne til å generere kapital fra investeringer. ROIC med goodwill måler selskapets verdi utover anskaffelseskostnader (Koller et al., 2015). ROIC uten goodwill er normalt et bedre mål på selskapets resultater sammenlignet med sine konkurrenter, men vi har valgt å inkludere goodwill på grunn av at det ofte forekommer oppkjøp og M&A i denne bransjen. Under er formelen for å finne ROIC.

$$ROIC = \frac{NOPLAT}{\text{Investert kapital}}$$

NOPLAT (net operating profit less adjusted tax) er operasjonell fortjeneste etter skatt, mens investert kapital viser kapital som er brukt på operasjonelle aktiviteter og finansieringen av dette. Disse beregningene, for SalMar og de sammenlignbare selskapene, ligger i henholdsvis vedlegg I, samt vedlegg J og K.

Ifølge Koller et al. (2015) vil konkurransekrefter normalt trekke ROIC mot kapitalkostnaden. Men som vi kom frem til i den strategiske analysen er ikke oppdrettsbransjen et perfekt marked, og derfor er ROIC i bransjen høy. Lakseprisen og ROIC følger naturlig nok omtrent samme mønster, ettersom inntektene er såpass avhengig av lakseprisen. Hovedgrunnen til SalMars store reduksjon i ROIC i 2019 er kjøp av ytterlige aksjer i lakseselskapet Arnalax som påvirker investert kapital (SalMar, 2020). SalMars NOPLAT svekkes noe, men likevel mindre enn konkurrentene.

Tabellen under viser ROIC-en til de sammenlignbare selskapene fra årene 2015-2019 (utregning i vedlegg D). Utvikling av lakseprisen i samme periode vises på sekundæraksen.

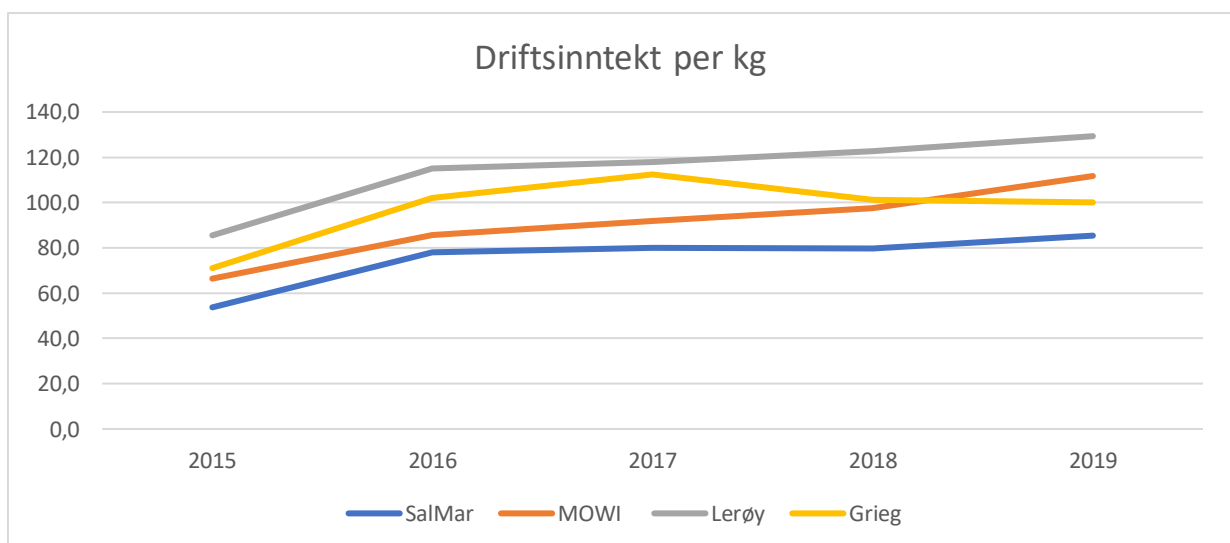


Figur 10 Sammenligning historisk ROIC med laksepris på sekundæraksen.

Vi vil anta at SalMars ROIC fremover vil ligge omtrent på samme nivå eller litt høyere ettersom årets høye investeringer er ekstraordinære og vil i våre prognoser (kapittel 6.0) bli lavere fremover.

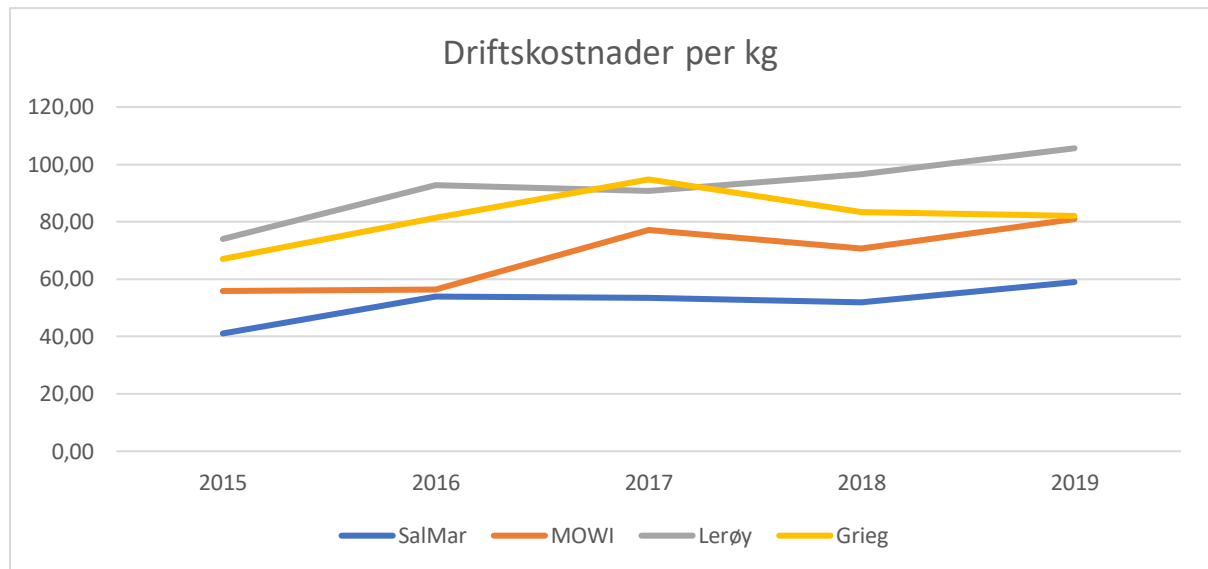
5.2 Inntekter og kostnader

SalMar har lavest driftsinntekt per kilo sammenlignet med konkurrentene. Hovedgrunnen til dette er mindre fokus på VAP. Utregning av driftsinntekter per kilo ligger i vedlegg E og driftskostnader i vedlegg F.



Figur 11 Sammenligning driftsinntekter per kilo

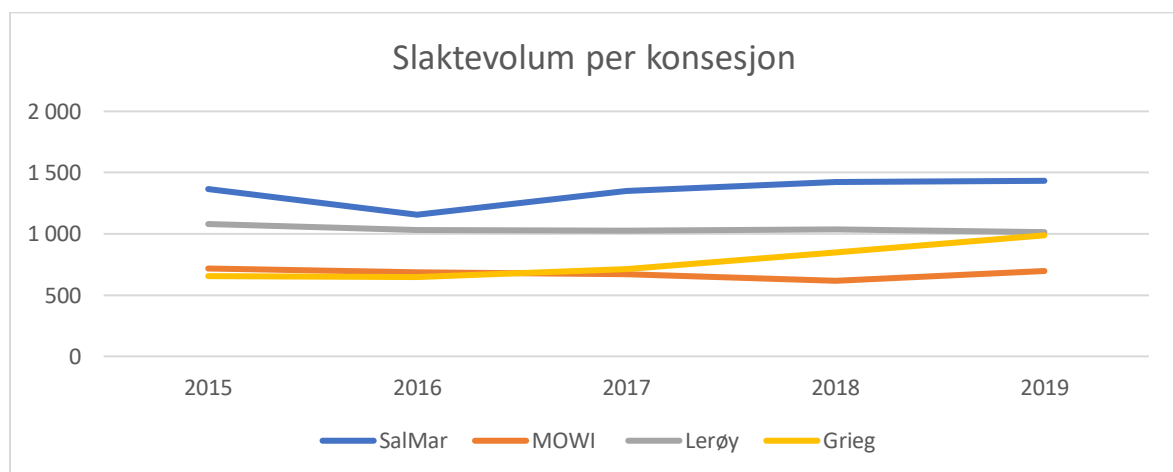
SalMar ligger derimot klart best an på kostnader, som vi ser på kostnadssammenligningen under. Grunnen til lavere kostnader er mye på grunn av lavere kostnader knyttet til VAP, i tillegg til et ekstremt kostnadsfokus. SalMar har som mål å være kostnadsledende i bransjen, og opprettholder det (SalMar. 2020f).



Figur 12 Sammenligning driftskostnader per kilo.

5.3 Konesjonsutnyttelse

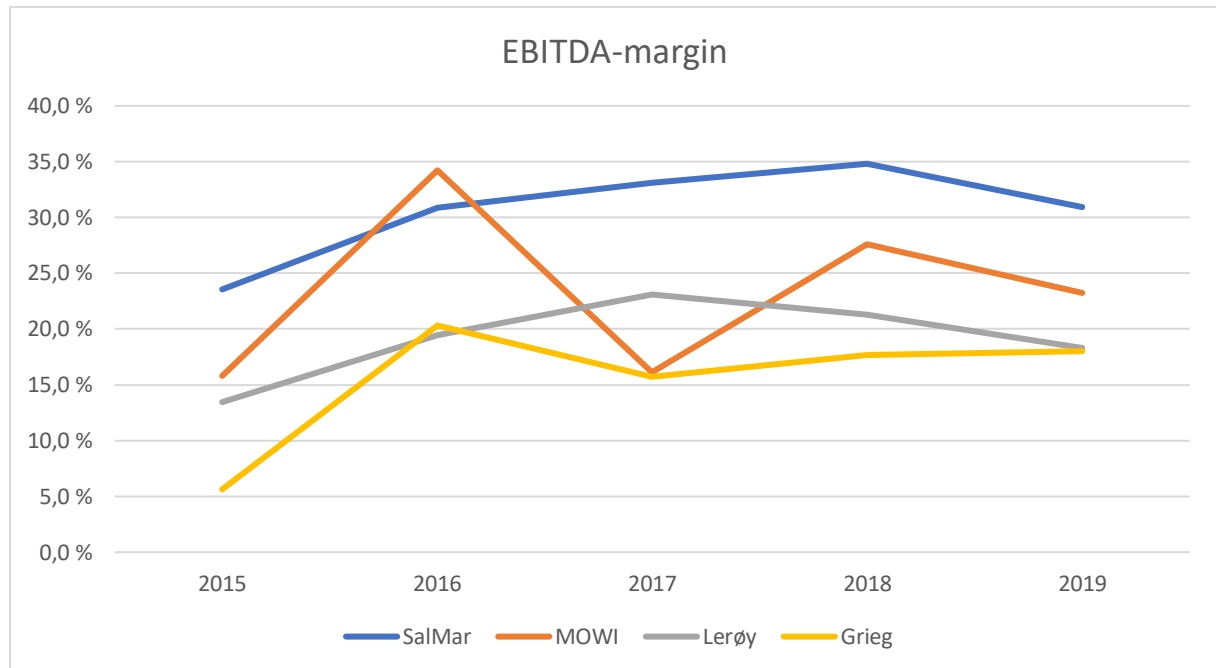
SalMar scorer høyt på utnyttelse av konesjonene sine. De har hatt like mange konesjoner hele perioden og det er ikke forventet noen stor vekst på dette området (vedlegg G). Lakselus og rømming er eksempler på faktorer som påvirker slaktevolumet. Disse faktorene og konesjoner har vi forklart nærmere i den strategiske analysen.



Figur 13 Sammenligning slaktevolum per konesjon

5.4 EBITDA-margin

EBITDA-margin viser hvor stor kontantstrøm som er skapt i forhold til driftsinntektene (Titman & Martin, 2014, s. 314). SalMars EBITDA-margin er mye høyere enn konkurrentene, men også her at veksten er avtagende siste år (vedlegg H).



Figur 14 EBITDA-margin

5.5 Oppsummering

Vi ser at ROIC og driftsinntekter totalt sett har økt i perioden. Hoveddriverene for dette er laksepris og svekkelse av NOK. Dette er noe som er utenfor SalMars kontroll. Lakseprisen er forventet å være stabil fremover og det er lite sannsynlig at den norske krona svekkes betydelig mer. Mye bedre utnyttelse av konsesjonene ser vi på som usannsynlig. SalMar scorer best på alt utenom driftsinntekter, noe som kan bety at en de utnytter potensialet sitt godt og at det blir vanskelig å opprettholde like store fordeler som de har sammenlignet konkurrentene i fremtiden.

6. Prognoser

For å kunne verdsette med DCF-modellen trenger vi SalMars drivere og fremtidige kontantstrømmer. Ved å gjøre en prognose for resultatregnskapet, balansen og kontantstrømoppstillingen vil vi få fremtidig NOPLAT som vi kan bruke til å estimere fremtidige kontantstrømmer. Den viktigste prognosen vi gjør er prognosen av salgsinntekter, da denne posten vil påvirke de fleste andre regnskapspostene (Koller et al., 2015). Alle historiske regnskapstallene er hentet fra årsrapportene til SalMar fra 2015 til 2019 (SalMar, 2016), (SalMar, 2017), (SalMar, 2018), (SalMar, 2019) og (SalMar, 2020).

Fri kontantstrøm	2020	2021	2022	2023	2024
NOPLAT	2 254 072	2 542 625	2 787 654	2 839 921	2 893 169
Pluss: Av- og nedskrivning Av varige driftsmidler	504 621	533 999	559 971	570 470	581 166
Minus: Capex	591 881	626 339	656 802	669 117	681 662
Minus: Endring i arbeidskapital	- 487 983	283 236	250 396	101 224	103 122
Fri kontantstrøm	2 654 795	2 167 049	2 440 427	2 640 051	2 689 551

Tabell 3 Prognose fri kontantstrøm

6.1 NOPLAT

Under er prognosen for SalMars NOPLAT fra 2020 til 2024. Estimatenes og beregningene for NOPLAT-prognosen forklares videre i dette kapitlet.

NOPLAT SalMar	2020	2021	2022	2023	2024
Driftsinntekter	11 265 382	11 921 232	12 501 040	12 735 429	12 974 214
Varekostnad	5 110 339	5 206 156	5 303 769	5 403 213	5 504 521
Sum driftskostnader	2 760 586	2 921 302	3 063 384	3 120 822	3 179 336
Lønnskostnad	1 071 990	1 134 399	1 189 573	1 211 877	1 234 599
Annen driftskostnad	1 688 596	1 786 903	1 873 812	1 908 945	1 944 737
EBITDA	3 394 457	3 793 774	4 133 886	4 211 395	4 290 357
Av- og nedskrivning av varige driftsmidler	504 621	533 999	559 971	570 470	581 166
Operasjonell EBITA	2 889 836	3 259 775	3 573 915	3 640 925	3 709 191
Skatt	635 764	717 151	786 261	801 003	816 022
NOPLAT	2 254 072	2 542 625	2 787 654	2 839 921	2 893 169

Tabell 4 Prognose NOPLAT

6.1.1 Salgsinntekter

Salgsinntektene til SalMar er *Slaktevolum * Salgspris + premie*. Premien består av VAP og fastpriskontrakter. Prognosen for hvert ledd i denne formelen forklares videre.

1000 NOK	2015	2016	2017	2018	2019	Snitt
Rapporterte salgsinntekter	7 303 506	8 963 239	10 755 452	11 301 338	12 202 197	
Slaktevolum (tonn)	136 400	115 600	135 200	142 500	143 300	
Gjennomsnittlig spotpris i NOK/kg	42,09	63,13	60,88	60,76	59,15	
Salgsinntekter med spotpris	5 741 076	7 297 828	8 230 976	8 658 300	8 476 195	
Oppnådd premie	1 562 430	1 665 411	2 524 476	2 643 038	3 726 002	
Premie i % av salgsinntekter	21,39 %	18,58 %	23,47 %	23,39 %	30,54 %	23,47 %
% endring i slaktevolum	-11,83 %	-15,25 %	16,96 %	5,40 %	0,56 %	0,32 %

Tabell 5 Historiske salgsinntekter

1000 NOK	2020	2021	2022	2023	2024
Slaktevolum (tonn)	152 000	152 486	152 974	153 464	153 955
Vekst i slaktevolum	6,07 %	0,32 %	0,32 %	0,32 %	0,32 %
Gjennomsnittlig spotpris i NOK/kg	56,46	58	59	59,91	60,84
Salgsinntekter med spotpris	8 581 920	8 844 211	9 025 487	9 194 711	9 367 108
Premie	2 631 879	3 022 435	3 418 311	3 482 403	3 547 697
Premie i % av salgsinntekter	23,47 %	25,47 %	27,47 %	27,47 %	27,47 %
Forventede salgsinntekter	11 213 799	11 866 646	12 443 798	12 677 115	12 914 806

Tabell 6 Prognose salgsinntekter

6.1.1.1 Salgspris

Historisk har lakseprisen ligget på rundt 60 NOK/KG. Fishpool har bare fremtidige prognoser av lakseprisen for 2020-2022, og det forventes en liten nedgang i 2020, for så å gå opp igjen til rundt 60 NOK/KG i 2022 (Fish Pool, 2020). Vi antar derfor at gjennomsnittlig spotpris etter 2022 vil øke med risikofrirente på 1,55%. Vi argumenterer nærmere for dette i kapittel 7.1.1.1.

Den oppnådde premien er som sagt forskjellen på rapporterte salgsinntekter og salgsinntekter med spotpris. I 2019 solgte SalMar omtrent 20% av slaktevolumet sitt på fastpriskontrakter. Totalt sett ga disse kontraktene en høyere prisoppnåelse enn spotprisen og vesentlig bedre prisoppnåelse enn i 2018 da kontraktporteføljen trakk ned den gjennomsnittlige prisoppnåelsen (SalMar, 2020). Dette er en av grunnene til hvorfor rapporterte salgsinntekter er så mye høyere i 2019 til tross for at de bare slaktet 800 tonn mer enn i 2018.

Resten av forskjellen mellom rapporterte salgsinntekter og salgsinntekter med spot-pris er VAP-premien. Som vi ser i tabell 6 er den gjennomsnittlige premien i forhold til salgsinntekter 23,47%. Ved å legge på denne premien i 2020 kan vi finne de forventede salgsinntektene. Sommeren 2021 vil det nye slakteri- og foredlingsanlegget InnovaNor være klar til å bruk, noe

som vil øke VAP-premien. Vi forutsetter at InnovaNor vil øke premien fra 23,47% av salgsinntektene til 27,47% av salgsinntektene. InnovaNor blir bare brukt ett halvt år i 2021 så vi forutsetter da en premie med halvparten av økningen (25,47%), for så å bruke premien på 27,47% fra 2022 og utover. Som vi ser i historisk analyse, er SalMar dårligst på driftsinntekter per kilo (figur 11). Det skyldes i hovedsak mindre fokus på VAP enn konkurrentene. SalMar har økt fokuset på VAP med blant annet utbyggingen av InnovaMar og InnovaNor, men er fortsatt ikke på samme nivå som konkurrentene. Vi antar derfor at SalMar vil forbedre seg i forhold til konkurrentene, men velger å være konservative og tror ikke at SalMar vil komme i nærheten av konkurrentene de neste fem årene.

6.1.1.2 Slaktevolum

For å kunne øke slaktevolumet trenger SalMar flere lisenser eller å øke produktiviteten. Bedre produktivitet blir sett på som usannsynlig ettersom SalMar allerede har høyest slaktevolum per konsesjon (figur13). SalMar har hatt 100 lisenser siden 2014 og jobber aktivt med å skaffe flere lisenser (SalMar, 2020).

Som nevnt i strategisk analyse har SalMar åtte utviklingslisenser i Ocean Farm 1. Disse kan bli omgjort til ordinære lisenser i 2023 ved oppnåelse av målekriterier fastsatt av fiskedirektoratet (SalMar, 2019). Ocean Farm 1 sine gode resultater frem til nå gjør at det er en god sjanse for at disse utviklingskonsesjonene blir ordinære. SalMar har også uttalt at de vil søke om konvertering av disse lisensene (Tekfisk, 2019).

På grunn av at de strenge reguleringene i Norge gjør det vanskelig å få nye konsesjoner, forutsetter vi at SalMar bare får konvertert halvparten av utviklingslisensene til ordinære lisenser. Det betyr at fra og med 2023 vil SalMar ha 104 lisenser. På grunn av produksjonstiden på laksen som forklart i kapittel 2.3 så vil ikke disse fire nye konsesjonene vise utslag i slaktet volum i vår prognoseperiode. I 2020 bruker vi SalMars eget estimerte slaktevolum fordi tidligere estimater har vært nære det faktiske slaktevolumet. Fra 2021 vil slaktevolumet øke med gjennomsnittlig vekst på 0,32%.

År	2020	2021	2022	2023	2024
Slaktet volum (tonn)	152 000	152 486	152 974	153 464	153 955
Lisenser	100	100	100	104	104
Vekst	6,07 %	0,32 %	0,32 %	0,32 %	0,32 %

Tabell 7 Prognose slaktevolum

6.1.2 Andre driftsinntekter:

Vi velger å se på andre driftsinntekter oppimot salgsinntekter ettersom dette forholdet har vært relativt stabilt de siste fem årene.

1000 NOK	2015	2016	2017	2018	2019	Snitt
Andre driftsinntekter	22696	66575	61786	41216	35392	45 533
Andre driftsinntekter/salgsinntekter	0,31 %	0,74 %	0,57 %	0,36 %	0,29 %	0,46 %

Tabell 8 Historiske andre driftsinntekter

1000 NOK	2020	2021	2022	2023	2024
Salgsinntekter	11 213 799	11 866 646	12 443 798	12 677 115	12 914 806
Andre driftsinntekter/salgsinntekter	0,46 %	0,46 %	0,46 %	0,46 %	0,46 %
Andre driftsinntekter	51 583	54 587	57 241	58 315	59 408

Tabell 9 Prognose andre driftsinntekter

6.1.2 Varekostnader

For å finne fremtidige varekostnader vil vi se på varekostnader i forhold til slaktevolum. Varekostnadene er i stor grad knyttet til fiskefôr og avhenger derfor av innkjøpsprisen på dette og hvor mye fisk som er i anleggene. Ved å se på det historiske forholdet mellom varekostnad og slaktevolum, kan vi estimere fremtidig varekostnad ved hjelp av dette gjennomsnittet. Utbyggingen av InnovaNor kan ha positiv innvirkning på varekostnad, men på grunn av at SalMar allerede har klart lavest varekostnader per kilo og at fôret utgjør majoriteten av varekostnadene, forutsetter vi at InnovaNor ikke påvirker varekostnadene. Ifølge SalMar (2020) vil prisen på fôr holde seg stabil i 2020. Vi forutsetter en økning på varekost per kilo med risikofri rente (kapittel 7.1.2).

1000 NOK	2015	2016	2017	2018	2019	Snitt
Varekostnad	3 562 811	4 000 818	4 722 474	4 585 491	5 770 027	
Slaktevolum (tonn)	136400	115600	135200	142500	143300	
Varekostnad/kg	26,12	34,61	34,93	32,18	40,27	33,62

Tabell 10 Varekostnad

1000 NOK	2020	2021	2022	2023	2024
Slaktevolum (tonn)	152 000	152 486	152 974	153 464	153 955
Varekostnad/kg	33,62	34,14	34,67	35,21	35,75
Varekostnader	5 110 339	5 206 156	5 303 769	5 403 213	5 504 521

Tabell 11 Prognose varekostnad

6.1.3 Lønn og annen driftskostnad

For å finne fremtidige lønnskostnader og andre driftskostnader, vil vi bruke et historisk forhold oppimot salgsinntekter, da disse tallene er sterkt korrelert. Dette vil også fange opp de økte lønns- og driftskostnadene relatert til eksempelvis utbyggingen av InnovaNor.

1000 NOK	2015	2016	2017	2018	2019	Snitt
Lønnskostnad	765 881	861 534	929 100	1 040 438	1 202 494	
Lønnskostnad/inntekter	10,49 %	9,61 %	8,64 %	9,21 %	9,85 %	9,56 %
Andre driftskostnader	1 272 186	1 377 795	1 584 825	1 768 036	1 479 023	
Andre driftskostnader/inntekter	17,42 %	15,37 %	14,74 %	15,64 %	12,12 %	15,06 %

Tabell 12 Historiske driftskostnader

1000 NOK	2020	2021	2022	2023	2024
Lønnskostnad	1 071 990	1 134 399	1 189 573	1 211 877	1 234 599
Lønnskostnad/inntekter	9,56 %	9,56 %	9,56 %	9,56 %	9,56 %
Andre driftskostnader	1 688 596	1 786 903	1 873 812	1 908 945	1 944 737
Andre driftskostnader/inntekter	15,06 %	15,06 %	15,06 %	15,06 %	15,06 %

Tabell 13 Prognose driftskostnader

6.1.4 Avskrivninger

For å finne de fremtidige avskrivningene kan vi bruke en prosentsats av inntekter eller varige driftsmidler (Koller et al., 2015). Vi har valgt å bruke gjennomsnittsforsholdet mellom avskrivninger og inntekter.

1000 NOK	2015	2016	2017	2018	2019	Snitt
Avskrivninger	321 449	358 020	418 612	487 778	718 449	
Inntekter	7 303 506	8 963 239	10 755 452	11 301 338	12 202 197	
Avskrivninger/Inntekter	4,40 %	3,99 %	3,89 %	4,32 %	5,89 %	4,50 %

Tabell 14 Historiske avskrivninger

1000 NOK	2020	2021	2022	2023	2024
Inntekter	11 213 799	11 866 646	12 443 798	12 677 115	12 914 806
Avskrivninger/Inntekter	4,50 %	4,50 %	4,50 %	4,50 %	4,50 %
Avskrivninger	504 621	533 999	559 971	570 470	581 166

Tabell 15 Prognose avskrivninger

6.1.5 Prognose for øvrige regnskapsposter

Prognosene for regnskapspostene som er nødvendige for å utarbeide årsresultat og balanseregnskap ligger i vedlegg C. Selve prognosen for årsresultat og balanseregnskap ligger henholdsvis i vedlegg A og B. Som man ser i vedlegg C, har de fleste postene enten salgsinntekter eller varekostnad som driver. Vi har brukt anbefalingene til Koller et al (2015) som utgangspunkt når det gjelder valg av driver, hvor driver må ha en sterk korrelasjon med regnskapsposten. For å finne prosentsetsatsen, har vi regnskapsposten i telleren og driveren i nevneren, for så å finne gjennomsnittet de fem neste årene. Dette gjelder ikke goodwill, langsiktig gjeld og netto finansposter. Goodwill har vi satt som konstant ut hele prognoseperioden, da den har vært lik siden 2016 og tiden før det var det en minimal endring. Langsiktig gjeld har tredoblet seg fra 2018 til 2019. Den største grunnen til dette var at SalMar økte eierandelen sin i Arnarlax (SalMar, 2020). SalMar har en nedbetalingsplan som gjør at de vil ligge på et normalt nivå innen 2023. Det normale nivået vil være litt høyere enn i 2018 grunnet eierskapet av Arnarlax, og vi forutsetter at etter 2023 vil langsiktig gjeld ligge konstant på 2.000.000.000 NOK. Finanspostene beregnes med total gjeld som driver. Skattesatsen som er brukt i prognoseperioden er norsk selskapskatt på 22% (Regjeringen, 2019).

6.2 Arbeidskapital

Netto arbeidskapital er selskapets omløpsmidler minus kortsiktig gjeld (Berk&DeMarzo, 2014). Netto arbeidskapital er kapitalen som kreves på kort sikt for å drive virksomheten. Vi vil ekskludere ikke-operasjonelle poster, da dette er anbefalt av Koller et al. (2015). For å finne den fremtidige netto arbeidskapitalbindingen vil vi bruke den historiske netto arbeidskapitalbindingen som en prosentsetsats av salgsinntekter, for så å bruke denne prosentsetsatsen i prognoseperioden. Historisk netto arbeidskapital er hentet fra vedlegg N.

Historisk	2015	2016	2017	2018	2019	Snitt
Netto arbeidskapital	3 564 308	4 229 190	3 491 833	4 928 352	5 353 058	
Inntekter	7 303 506	8 963 239	10 755 452	11 301 338	12 202 197	
Netto arbeidskapital/Inntekter	48,80 %	47,18 %	32,47 %	43,61 %	43,87 %	43,19 %

Tabell 16 Historisk arbeidskapital

Estimert	2020	2021	2022	2023	2024
Inntekter	11 265 382	11 921 232	12 501 040	12 735 429	12 974 214
Netto arbeidskapital/Inntekter	43,19 %	43,19 %	43,19 %	43,19 %	43,19 %
Netto Arbeidskapital	4 865 075	5 148 311	5 398 707	5 499 931	5 603 052

Tabell 17 Prognose arbeidskapital

6.3 Investeringer

Investeringer er midler som brukes for å skaffe eller oppgradere fysiske eiendeler (Berk & DeMarzo, 2014). For å finne dette ser vi på kontantstrømmene fra investeringsaktivitetene og trekker fra avskrivninger.

1000 NOK	2015	2016	2017	2018	2019	Snitt
Inntekter	7 303 506	8 963 239	10 755 452	11 301 338	12 202 197	
Netto kontantstrøm fra investeringsaktiviteter	724 745	1 231 282	757 994	833 809	1 317 427	
Ordinære avskrivninger og nedskrivninger	321 449	358 020	418 612	487 778	718 448	
Netto investeringer	403 296	873 262	339 382	346 031	598 979	
% av inntekter	5,52 %	9,74 %	3,16 %	3,06 %	4,91 %	5,28 %

Tabell 18 Historisk netto investeringer

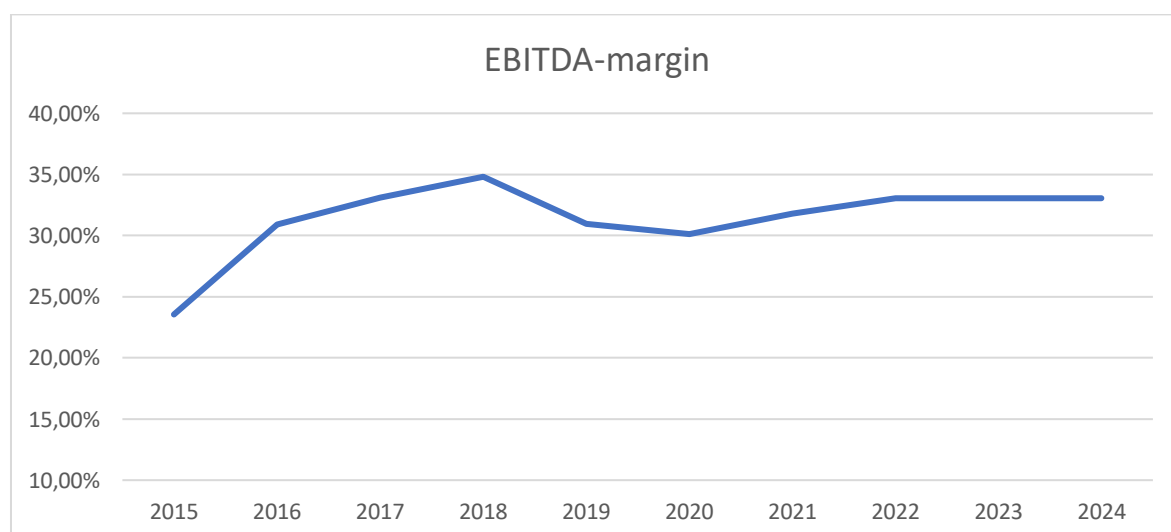
De fremtidige netto investeringene finner vi ved å regne ut nettoinvesteringer i forhold til inntekter.

1000 NOK	2020	2021	2022	2023	2024
Inntekter	11 213 799	11 866 646	12 443 798	12 677 115	12 914 806
% av inntekter	5,28 %	5,28 %	5,28 %	5,28 %	5,28 %
Netto investeringer	591 881	626 339	656 802	669 117	681 662

Tabell 19 Prognose netto investeringer

6.4 EBITDA-margin

SalMars EBITDA-margin vil ligge relativt stabil i perioden. Dette ser vi på som rimelig ettersom at 2018 var et spesielt år med tanke på lave kostnader og høye inntekter og at vi forutsetter at lakseprisen vil holde seg nokså stabil. Som tidligere vist i historisk analyse så har SalMar høyest EBITDA-margin, og derav ville en stor vekst vært urimelig å anta. Under ser vi en sammenligning av historisk og estimert fremtidig EBITDA-margin.



Figur 15 Endring i EBITDA-margin

7. Verdssettelse

I dette kapittelet presenterer vi avkastningskrav, fundamental verdsettelse og relativ verdsettelse. Nedenfor er en kort oppsummering av den fundamentale og relative verdsettelsen, samt den virkelige aksjeverdien på verdsettelsestidspunktet.

Verdi per aksje (NOK)	30.12.2019
Fundamental verdsettelse	438,8
Relativ verdsettelse	357,9
Virkelig verdi	449,3

Tabell 20 Verdi per aksje

Våre estimater viser at SalMars aksjekurs er noe overpriset.

7.1 Avkastningskrav

For å finne diskonteringsraten vi skal bruke på fremtidige kontantstrømmer, estimerer vi WACC slik det står beskrevet i kapittel 4. WACC-beregningene er oppsummert i tabell 21. Videre i dette delkapittelet blir leddene beskrevet mer utfyllende.

WACC	
Utestående aksjer	112 738 996
Aksjepris	449
Markedsverdi av egenkapital	50 653 630 903
Verdi rentebærende gjeld	2 902 100 000
r_e	5,5 %
r_d	5,47 %
Skattesats	22 %
Beta	0,79
Risikofrirente	1,55 %
Markedsrisikopremie	5 %
WACC	5,4 %

Tabell 21 WACC

I SalMars regnskapsnoter brukes det et avkastningskrav på 6,5% etter skatt (SalMar, 2019, s. 109). Vi har fått et teoretisk avkastningskrav (WACC, 5,4%) som er lavere enn dette. SalMar har mer et incentiv til å bruke et lavere avkastningskrav enn et høyere, og vi velger derfor å bruke SalMars eget avkastningskrav, da våre estimater er litt lave.

7.1.1 Egenkapitalkostnad

For å finne egenkapitalkostnaden vil vi bruke CAPM¹: $0,0155 + (0,8 * 0,05) = 5,5\%$

Vi får da en egenkapitalkostnad på 5,5%. Videre i delkapittel 7.1.1 forklarer vi tallene vi har brukt i CAPM-utregningen.

7.1.1.1 Risikofri rente

Vi vil bruke Norges Bank sin tiårige rente på statsobligasjoner den 30.12.2019 som den risikofrie renten. Renten lå da på 1,55% (Norges Bank, 2020). Tiårig statsobligasjonsrente tenderer til å være et godt estimat for fremtidig vekst (Damodaran, 2012).

7.1.1.2 Beta

Beta kan defineres som kovariansen mellom avkastningen av aksje j og markedet m, dividert med variansen til avkastningen av markedet (Berk&DeMarzo, 2014).

$$\beta_j = \frac{\rho_{jm}}{\sigma_m^2}$$

β_j = Betakoeffisient

ρ_{jm} = Kovariansen mellom aksje og marked

σ_m^2 = Markedsvariansen

For å finne SalMars beta har vi kjørt en regresjon mellom månedlige variasjoner i SalMars aksjekurs oppimot månedlige variasjoner i markedsindeksen S&P 500. Regresjonen er utført med data fra de siste ti årene, noe som gir oss 120 observasjoner. Vi bruker månedlige observasjoner istedenfor daglige/ukentlige ettersom daglige og ukentlige avkastningskrav ofte kan lede til systematiske skjevheter. Dette er anbefalt av Koller, Goedhart og Wessel (2010). Vi velger å bruke S&P 500 istedenfor OSEBX-indeksen, da sistnevnte er en oljetung indeks som kan være misvisende oppimot et oppdrettsselskap. Variasjonen av avkastningskravene for hver periode er regnet ut med denne formelen:

$$\ln\left(\frac{Pris_{t+1}}{Pris_t}\right)$$

1

$re = rf + \beta \times (E[RMkt] - rf)$

Vi har også foretatt regresjoner for SalMars konkurrenter for sammenligning. Resultatene av regresjonene ligger i vedlegg M. Resultatene viser store forskjeller i de estimerte betaverdiene, spesielt Lerøy sammenlignet med de andre oppdrettsselskapene. For å dempe ekstreme observasjoner har vi valgt å justere betaene for reversjon mot markedet.

$$\text{Justert Beta} = 0,33 + (0,67 * \text{Beta})$$

Denne formelen glatter ut regresjonsestimaterne mot én (Koller et al., 2015). Resultatene er i tabell 22.

Betajustering	SalMar	MOWI	Grieg	Lerøy	Snitt
Beta	0,69	0,67	0,71	0,21	0,57
Justert beta	0,79	0,78	0,81	0,47	0,71

Tabell 22 Betajustering

SalMars beta går fra 0,69 til 0,79. Dette er betaen vi vil bruke videre ved beregning av egenkapitalkostnaden.

7.1.1.3 Markedets risikopremie

Markedsrisikopremien vi vil bruke er 5%. Denne ble brukt i det norske markedet i 2019 (PwC, 2019).

7.1.2 Gjeldskostnad

Gjeldskostnaden blir beregnet ut ifra et snitt de fem siste årene. For å finne den effektive rentekostnaden, tar vi betalte renter dividert med sum rentebærende gjeld. Vi trekker så fra den gjennomsnittlige risikofrie renten fra den effektive rentekostnaden for det aktuelle året. Grunnen til dette er at vi da får en historisk standard spredning utover risikofri rente. Ved å ta denne gjennomsnittlige standard spredningen og legge til den risikofrie renten 30.12.2019, får vi gjeldskostnaden til SalMar.

Gjeldskostnad er vanskelig å estimere fordi gjelden som regel ikke omsettes. Metoden vi har brukt er kritisert på grunn av den ser på historisk gjeldskostnad som representativt for dagens risiko. Vi ser likevel på dette som en tilfredsstillende metode for å regne ut SalMars gjeldskostnad grunnet at SalMar har en lav gjeldsgrad og at det har vært et stabilt rentenivå på 10-årige statsobligasjoner de siste fem årene.

Gjeldskrav	2015	2016	2017	2018	2019	Snitt
Renter/rentebærende gjeld	3,41 %	4,02 %	7,64 %	6,56 %	5,90 %	5,51 %
10-årige statsobligasjoner, årsgjennomsnitt	1,57 %	1,33 %	1,64 %	1,88 %	1,49 %	1,58 %
Standard spredning	1,84 %	2,69 %	6,00 %	4,68 %	4,41 %	3,92 %
Risikofrente 30.12.2019						1,55 %
Gjeldskostnad						5,47 %

Tabell 23 Gjeldkrav

7.2 Fundamental verdsettelse

Selskapsverdien til SalMar er beregnet ved nåverdien av kontantstrømmene pluss verdien av investeringer i tilknyttede selskap. Virkelig egenkapitalverdi er estimert til 49.475 MNOK og verdi per aksje er estimert til 438,80 NOK.

Fundamental verdsettelse	30.12.2019
Nåverdi av kontantstrøm	51 688 616 997
Verdi av investeringer i tilknyttede selskap	688 612 000
Selskapsverdi	52 377 228 997
Verdi av rentebærende gjeld	2 902 100 000
Virkelig egenkapitalverdi	49 475 128 997
Utestående aksjer	112 738 996
Verdi per aksje	438,8

Tabell 24 Aksjepris

7.2.1 SalMars diskonterte kontantstrøm

Oppsummering av "EDCF"-metoden ser vi i tabell 25. SalMars nåverdi av kontantstrøm ender på 51.689 MNOK. Kontantstrømmene til SalMar kommer jevnlig inn hele året og vi har derfor brukt «mid-year» diskontering, noe som betyr at vi antar at kontantstrømmene kommer i midten av året istedenfor slutten av året.

År	2020	2021	2022	2023	2024
Fri kontantstrøm	2 654 795	2 167 049	2 440 427	2 640 051	2 689 551
Diskonteringsfaktor (6,5%)	1,03	1,10	1,18	1,26	1,35
Nåverdi av fri kontantstrøm	2 568 589	1 962 724	2 069 110	2 095 353	1 998 259
Terminalverdi					55 176 547,65
Nåverdi av terminalverdien					40 994 582
Nåverdi av kontantstrøm					51 688 617

Tabell 25 Nåverdi av kontantstrøm

7.2.1.1 Forventet vekst

I en undersøkelse gjennomført av PWC og Norske Finansanalytikeres Forening (NFF), mener medianen av respondentene at vekstraten i terminalleddet burde ligge på 2 % (PwC, 2019, s. 13). I følge Damodaran (2012) kan ikke fremtidig vekst være større enn risikofri rente. På grunn av våre konservative analyser og antagelser, velger vi en relativt høy vekstrate på 1,5%, noe som er like under risikofri rente.

7.2.2 Tilknyttede selskap

Etter en helhetsvurdering av størrelse og kompleksitet er Norskott Havbruk AS vurdert til å være et vesentlig tilknyttet selskap (SalMar, 2020, s. 117). Norskott er ikke børsnotert og har dermed ikke observerbare markedsverdier. De innregnes derav etter egenkapitalmetoden. Basert på denne metoden er selskapets verdi 636 612 000 NOK. Øvrige investeringer er på 52 MNOK.

Frem til 2019 ble Arnarlax regnskapsmessig behandlet som et tilknyttet selskap. Som nevnt tidligere har SalMars eierandel i Arnarlax økt til over 50% og er derfor nå konsolidert inn i SalMar (SalMar, 2020, s. 116).

Summen av investeringer i tilknyttede selskap er på 688 612 000 NOK.

7.3 Relativ verdsettelse

Oppsummering av den relative verdsettelsen er i tabell 26. Denne indikerer at SalMars aksjepris er overpriset. Metoden er gjort som forklart i kapittel 4.2 og blir kun brukt som et supplement til den fundamentale verdsettelsen. Det er kun brukt tall fra 2019 og alle utregningene ligger i vedlegg L.

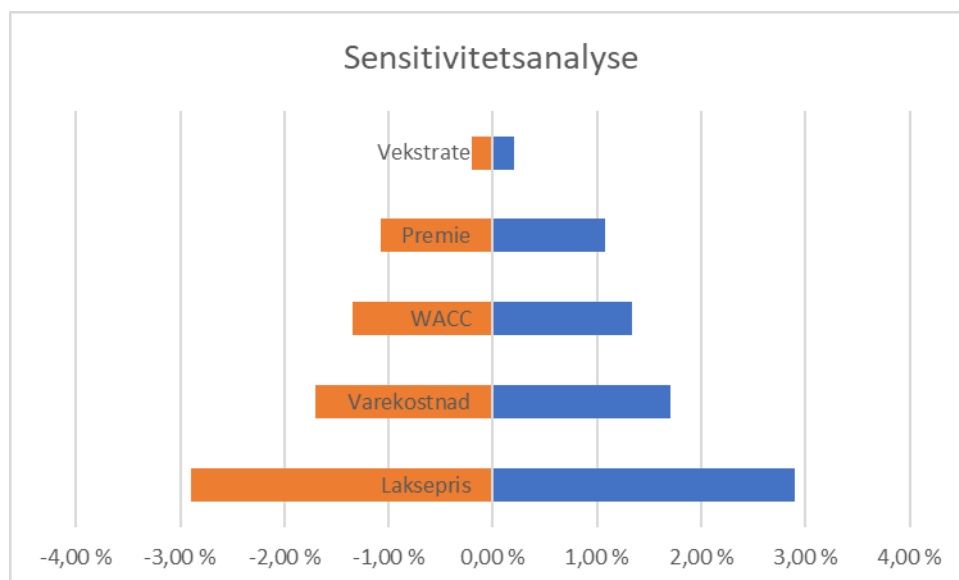
Multipel	Bransjegjennomsnitt
P/B	318
EV/EBIT	420
EV/EBITDA	336
Aksjepris med multipler	357,9

Tabell 26 Multipler

8. Sensitivitetsanalyse

For å komme frem til en estimert aksjeverdi for SalMar har vi brukt velkjente metoder, men verddivurdering er ingen eksakt vitenskap og metodene er preget av flere forutsetninger. Det betyr at det vil være usikkerheter i vårt verdiesimat. En sensitivitetsanalyse kan være et nyttig verktøy da det viser hvordan verdiesimatet varierer etter hvert som de underliggende viktige forutsetningene endres (Berk & DeMarzo, 2014). Den fundamentale verdsettelsen vår resulterte i en virkelig egenkapitalverdi på 49.475 MNOK som tilsvarte 438,8 NOK per aksje. Denne verdien er lavere enn notert aksjeverdi på Oslo Børs på tidspunktet for verdsettelsen. Det er flere faktorer som påvirket vårt estimat. Vi vil nå analysere endringene i aksjeprisen ved å endre noen av de underliggende faktorene som har vært viktige for vår verdiesimering av SalMar. Sensitivitetsanalysen vi vil foreta ser på følsomheten i aksjeverdien for hver enkelt faktor som vi endrer, *ceteris paribus*.

I denne sensitivitetsanalysen vil vi teste fem forskjellige variabler: Fremtidig laksepris, varekostnad/kg, WACC, oppnådd premie og fremtidig vekst. Disse variablene er uavhengig av hverandre, noe som er viktig når vi skal gjøre en sensitivitetsanalyse under ellers like forhold. Det er også vanlig å foreta sensitivitetsanalyse angående de ulike leddene i WACC-beregningen som beta og risikofri rente. I og med at vi bruker SalMars eget avkastningskrav vil vi kun teste sensitiviteten til den statiske variabelen WACC. Oppsummering av analysen er i figur 16.



Figur 16 Sensitivitetsanalyse

Analysen er gjort ved å endre en variabel med 1% for hvert år i prognosen for så å se på den prosentvise endringen som skjer i aksjepris. Dette ble gjort for alle variablene. Varekostnad og WACC gir inverse utslag da en økning i disse to variablene vil gi lavere aksjeverdi. Fra tabellen kan vi se at laksepris og varekostnad er de mest sensitive variablene. Ved å øke lakseprisen 1%, vil aksjeprisen stige hele 2,9 % og ved å redusere varekostnad/kg med 1%, vil aksjeverdien øke med omtrent 1,7%. Forventet vekst i terminalperioden er den minst sensitive variabelen, hvor en økning på 1% kun vil øke aksjeverdien med 0,2%.

Ut ifra denne analysen kan vi se at SalMar og oppdrettsbransjen generelt er sensitiv til endringer og spesielt til laksepris og varekostnad hvor fôr utgjør den største kostnaden. Disse to faktorene er utenfor SalMars kontroll, noe som gjør at SalMar, og bransjen for øvrig, er avhengig av at det foreligger fungerende markedskrefter.

9. Konklusjon

I denne masterutredelsen har vi foretatt to forskjellige verdsettelsesteknikker for å estimere aksjekursen til SalMar per 30.12.2019. Vi har lagt mest vekt på den fundamentale verdsettelsen og denne supplementeres med en relativ verdsettelse. Den fundamentale verdsettelsen som vi bruker er Enterprise Discounted Cash Flow method (EDCF). Denne metoden estimerer markedsverdi ved å diskontere fremtidige kontantstrømmer. De fremtidige kontantstrømmene er basert på historisk informasjon og strategiske analyser av SalMar og oppdrettsbransjen.

Den fundamentale verdsettelsen ga oss en markedsverdi på 49.475 MNOK og derav en aksjepris på 438,8 NOK. Dette indikerer at den virkelige aksjekursen på 449,3 er noe overpriset. Den relative verdsettelsen ga oss en aksjepris på 357,9 NOK. Den relative verdsettelsen underbygger at den virkelige aksjeprisen på verdsettelsestidspunktet er overpriset.

Verdsettelse er ingen eksakt vitenskap og er basert på preferanser og persepsjoner til den som verdsetter. Vi har derfor foretatt en sensitivitetsanalyse som viser hvor følsom aksjekursen er for svingninger i ulike underliggende faktorer. Analysen viser at SalMar er svært sensitive for endringer i laksepris og varekostnad og også sensitive for endringer i WACC og oppnådd premie.

Avslutningsvis vil vi gi en anbefaling basert på vårt verdiestimat av SalMar. Vår verdi er omtrent to prosent lavere enn den faktiske prisen i markedet per 30.12.2019. I og med at avviket ikke er spesielt stort og det er usikkerheter knyttet til vårt verdiestimat vil vi konkludere med en hold-anbefaling.

10. Litteraturliste og referanser

Aftenposten. (2019, 19. mai). Ny lakseavtale mellom Norge og Kina. Hentet fra <https://www.aftenposten.no/norge/i/b5QwGl/ny-lakseavtale-mellom-norge-og-kina>

Akvakulturloven. (2005). Lov om akvakultur. LOV-2005-06-17-79. Hentet fra <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-06-17-79>

Andfjord. (2020, 20. mai). Teknologien. Hentet fra <https://www.andfjord.no/teknologien>

Atlantic Sapphire. 2020, 20. mai). Our Product. Hentet fra <https://atlanticsapphire.com/our-product>

Berk, J.B., & DeMarzo, P.M. (2014). *Corporate finance* (fouth edition). Boston, MA: Pearson.

Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. Hoboken, NJ: Wiley.

DN Investor. (2019, 28. april). SalMar. Hentet fra <https://investor.dn.no/#!/Aksje/S84/SALM/SalMar>

E24. (2019, 7. januar). Sjømatrådet: Norsk laksenæring har tapt 20 milliarder på utestengelsen fra Russland. Hentet fra <https://e24.no/naeringsliv/i/9vrzM9/sjoematraadet-norsk-laksenaering-har-tapt-20-milliarder-paa-utestengelsen-fra-russland>

Fish Pool. (2020, 30. april). Forward Prices. Hentet fra <http://fishpool.eu/price-information/forward-prices-3/>

Fiskedirektoratet (2018). *Lønnsomhetsundersøkelse for produksjon av laks og regnbueørret 2018* (2018). Hentet fra <https://www.fiskeridir.no/content/download/26842/382811/version/3/file/rap-lonnsomhet-akvakultur-2018.pdf>

Fiskedirektoratet. (2018b, 31. desember). Nøkkeltall for havbruksnæring. Hentet fra <https://fiskeridir.no/Akvakultur/Tall-og-analyse/Statistiske-publikasjoner/Noekkeltall-for-norsk-havbruksnaering>

Fiskedirektoratet. (2017, 24. april). Tildelingsprosessen. Hentet fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Tildelingsprosessen>

Grieg Seafood. (2020, 30. april). *Årsrapport 2019 (2019)*. Hentet fra https://www.griegseafood.no/wp-content/uploads/2020/04/GSF_AR_2019_HR-Spreads.pdf

Grieg Seafood. (2019, 30. april). *Årsrapport 2018 (2018)*. Hentet fra https://www.griegseafood.no/wp-content/uploads/2019/04/Grieg_Årsrapport_Komplett_Enkelt sider_110419.pdf

Grieg Seafood. (2018, 30. april). *Årsrapport 2017 (2017)*. Hentet fra https://www.griegseafood.no/wp-content/uploads/2018/04/GSF_2017_NO.pdf

Grieg Seafood. (2017, 30. april). *Årsrapport 2016 (2016)*. Hentet fra https://www.griegseafood.no/wp-content/uploads/2017/04/GSF_2016_aarsrapport_NO.pdf

Grieg Seafood. (2016, 30. april). *Årsrapport 2015 (2015)*. Hentet fra <https://www.griegseafood.no/wp-content/uploads/2016/06/GSF2015aarsrapportNO3.pdf>

Harvard Business School (2011, 12. februar). Five Forces. Hentet fra <https://www.isc.hbs.edu/strategy/business-strategy/pages/the-five-forces.aspx>

iLaks. 2018, 20. april). Nær dobling av kapasitet etter oppussing av marine harvest slakteri. Hentet fra <https://ilaks.no/naer-dobling-av-kapasitet-etter-oppussing-av-marine-harvest-slakteri-tenkte-at-dette-gar-aldri/>

iLaks. (2020, 12. mai). Regjeringen dropper grunnrenteskatt – foreslår heller produksjonsavgift. Hentet fra <https://ilaks.no/regjeringen-dropper-grunnrenteskatt-foreslar-heller-produksjonsavgift/>

Koller, T., Goedhart, M. og Wessels, D. (2015). *Valuation (sixth edition)*. New Jersey: John Wiley & Sons, inc.

Laksefakta. (2018, 21. august). Hvorfor rømmer laksen? Hentet fra <https://laksefakta.no/laks-og-miljo/romming/>

Lerøy Seafood Group. (2020, 30. april). *Årsrapport 2019 (2019)*. Hentet fra <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/arsrapporter/leroy-arsrapport-2019.pdf>

Lerøy Seafood Group. (2019, 30. april). *Årsrapport 2018 (2018)*. Hentet fra <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport-2018>

Lerøy Seafood Group. (2018, 30. april). *Årsrapport 2017 (2017)*. Hentet fra <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport-2017>

Lerøy Seafood Group. (2017, 30. april). *Årsrapport 2016 (2016)*. Hentet fra <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport-2016>

Lerøy Seafood Group. (2016, 30. april). *Årsrapport 2015 (2015)*. Hentet fra <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport2015.pdf>

Norges Bank. (30.04.2020). Statsobligasjoner daglige noteringer. Hentet fra <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/>

Norges Bank. (2020b, 6. mai). Rentebeslutning mai 2020. Hentet fra <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Rentemoter/2020/mai-2020/>

Market Forecast. (2020, 20. mars). Porter's Five Forces. Hentet fra <https://www.marketforecast.com/methods/porter-s-five-forces>

MOWI. (2020, 3. Mars). *Salmon Farming Industry Handbook (2019)*. Hentet fra <https://ml.globenewswire.com/Resource/Download/1766f220-c83b-499a-a46e-3941577e038b>

MOWI. (2020b, 30. april). *Integrated annual report 2019 (2019)*. Hentet fra https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2020/03/Mowi_Annual_Report_2019.pdf

MOWI. (2019, 30. april). *Integrated annual report 2018 (2018)*. Hentet fra https://issuu.com/hg-9/docs/mowi_annual_report_2018_4e0dacb83168e4?e=19530043/68703955

MOWI. (2018, 30. april). *Integrated annual report 2017 (2017)*. Hentet fra <http://hugin.info/209/R/2177429/840178.pdf>

MOWI. (2017, 30. april). *Integrated annual report 2016 (2016)*. Hentet fra <http://hugin.info/209/R/2094101/791700.pdf>

MOWI. (2016, 30. april). *Integrated annual report 2015 (2015)*. Hentet fra <http://hugin.info/209/R/1999866/737534.pdf>

Norsk Sjømatråd. (2020, 27. april). Eksport komersiell fiske og oppdrett. Hentet fra: <https://nokkeltall.seafood.no>

Oxford College of Marketing. (2020, 5. mai). What is a PESTEL analysis? Hentet fra <https://blog.oxfordcollegeofmarketing.com/2016/06/30/pestel-analysis/>

PwC. (2019). *Risikopremien i det norske markedet*. Hentet fra <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2019.pdf>

Regjeringen. (2019, 7. oktober). Skattesatser 2020. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2020/id2671009/>

Regjeringen. (2019b, 4. november). Pressemelding fra utvalget som har vurdert skattelegging av havbruk. Hentet fra

<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/dep/fin/pressemeldinger/2019/rapport-fra-havbruksskatteutvalget/pressemelding-fra-utvalget-som-har-vurdert-skattlegging-av-havbruk/id2676409/>

Regjeringen. (2018, 10. juli). Fisk og EU. Hentet fra

<https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/fiskeri-og-havbruk/1/fiskeri/internasjonalt-fiskerisamarbeid/internasjonalt/fisk1/id685828/>

Regjeringen. (2018b, 9. november). Eksport til Russland og Krim. Hentet fra

<https://www.regjeringen.no/no/tema/utenrikssaker/Eksportkontroll/sanksjoner-og-tiltak1/sanksjoner-russland/id2008497/>

SalMar ASA. (2020, 23. april). *Årsrapport 2019 (2019)*. Hentet fra [https://ml-](https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/413c9d3e-52de-4086-9c1c-87a6d3b97c17)

[eu.globenewswire.com/Resource/Download/413c9d3e-52de-4086-9c1c-87a6d3b97c17](https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/413c9d3e-52de-4086-9c1c-87a6d3b97c17)

SalMar. (2020b, 4. mars). Historie. Hentet fra <https://www.salmar.no/historie>

SalMar. (2020c, 15. mars). InnovaMar – fra drøm til virkelighet. Hentet fra

<https://www.salmar.no/innovamar-fra-drom-til-virkelighet/>

SalMar. (2020d, 21. mars). Havbasert fiskeoppdrett. Hentet fra

<https://www.salmar.no/havbasert-fiskeoppdrett-en-ny-ager/>

SalMar. (2020e, 19. mars). Våre virksomhetsområder. Hentet fra

<https://www.salmar.no/vare-virksomhetsomrader/>

SalMar. (2020f, 20. mars). Strategi & visjon. Hentet fra

<https://www.salmar.no/strategi-visjon/>

SalMar ASA. (2019, 26. april). *Årsrapport 2018 (2018)*. Hentet fra

<https://hugin.info/138695/R/2242686/885273.pdf>

SalMar ASA. (2018, 27. april). *Årsrapport 2017 (2017)*. Hentet fra <https://hugin.info/138695/R/2188426/846510.pdf>

SalMar ASA. (2017, 26. april). *Årsrapport 2016 (2016)*. Hentet fra <https://hugin.info/138695/R/2099114/799620.pdf>

SalMar ASA. (2016, 29. april). *Årsrapport 2015 (2015)*. Hentet fra <https://hugin.info/138695/R/2008392/742847.pdf>

SNL. (2019, 2. oktober) Laks. Hentet fra <https://snl.no/laks>

SNL. (2018, 20. februar). Smolt. Hentet fra <https://snl.no/smolt>

SSB (2020, 1. mars). Statistikkbanken. Hentet fra <https://www.ssb.no/statbank/table/03024/>

SSB (2020b, 2. mars). Fakta om Norsk økonomi (2019). Hentet fra <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/faktaside>

Tekfisk. (2019, 21. mai). SalMar set ut ny fisk i havmerden til hausten. Hentet fra <https://fiskeribladet.no/tekfisk/nyheter/?artikkel=66957>

Tekfisk. (2018, 14. juni). Lerøy har hatt første levering fra den nye fabrikk. Hentet fra <https://fiskeribladet.no/tekfisk/nyheter/?artikkel=60779>

Titman, S., & Martin, J. (2014). *Valuation: The Art and Science of Corporate Investment Decisions* (2. Utg.). Essex: Pearson Education Limited.

11 Figurliste

Figur 1 Struktur	2
Figur 2 Utvikling I eksport av sjømat 2010-2019	4
Figur 3 Produksjonssyklus	5
Figur 4 Produksjonskostnader oppdrettsnæringen	6
Figur 5 Produksjonskostnader per kg fordelt på de ulike kostnadsartene i 2018.....	6
Figur 6 Utvikling laksepris	7
Figur 7 SalMars aksjekursutvikling	10
Figur 8 Femkraftsmodellen.....	11
Figur 9 Relative prisforskjeller proteinkilder	12
Figur 10 Sammenligning historisk ROIC med laksepris på sekundæraksen.....	22
Figur 11 Sammenligning driftsinntekter per kilo.....	22
Figur 12 Sammenligning driftskostnader per kilo.....	23
Figur 13 Sammenligning slaktevolum per konsesjon	23
Figur 14 EBITDA-margin	24
Figur 15 Endring i EBITDA-margin	31
Figur 16 Sensitivitetsanalyse	37

12 Tabelliste

Tabell 1 Nøkkeltall sammenlignbare selskap	8
Tabell 2 VRIO-oppsummering	19
Tabell 3 Prognose fri kontantstrøm	25
Tabell 4 Prognose NOPLAT	25
Tabell 5 Historiske salgsinntekter	26
Tabell 6 Prognose salgsinntekter.....	26
Tabell 7 Prognose slaktevolum	27
Tabell 8 Historiske andre driftsinntekter	28
Tabell 9 Prognose andre driftsinntekter.....	28
Tabell 10 Varekostnad.....	28
Tabell 11 Prognose varekostnad	28
Tabell 12 Historiske driftskostnader	29
Tabell 13 Prognose driftskostnader	29
Tabell 14 Historiske avskrivninger	29
Tabell 15 Prognose avskrivninger.....	29
Tabell 16 Historisk arbeidskapital.....	30
Tabell 17 Prognose arbeidskapital	30
Tabell 18 Historisk netto investeringer	31
Tabell 19 Prognose netto investeringer	31
Tabell 20 Verdi per aksje.....	32
Tabell 21 WACC.....	32
Tabell 22 Betajustering.....	34
Tabell 23 Gjeldkrav	35
Tabell 24 Aksjepris.....	35
Tabell 25 Nåverdi av kontantstrøm	35
Tabell 26 Multipler.....	36

13 vedlegg

Vedlegg A – Prognose årsresultat SalMar

Årsresultat	2020	2021	2022	2023	2024
Salgsinntekter	11 213 799	11 866 646	12 443 798	12 677 115	12 914 806
Annen driftsinntekt	51 583	54 587	57 241	58 315	59 408
Sum Driftsinntekter	11 265 382	11 921 232	12 501 040	12 735 429	12 974 214
Varekostnad	5 110 339	5 206 156	5 303 769	5 403 213	5 504 521
Lønnskostnader	1 071 990	1 134 399	1 189 573	1 211 877	1 234 599
Annen driftskostnad	1 688 596	1 786 903	1 873 812	1 908 945	1 944 737
Avskrivning av varige DM	504 621	533 999	559 971	570 470	581 166
Sum driftskostnader	8 375 546	8 661 457	8 927 125	9 094 505	9 265 023
Operasjonelt driftsresultat	2 889 836	3 259 775	3 573 915	3 640 925	3 709 191
Virkelig verdijustering	257 917	272 933	286 207	291 574	297 041
EBIT	3 147 753	3 532 708	3 860 123	3 932 498	4 006 231
Netto finansposter	126 277	117 391	117 181	110 519	110 738
Resultat før skatt	3 021 476	3 415 317	3 742 942	3 821 980	3 895 493
Skatt	664 725	751 370	823 447	840 835	857 008
Årsresultat	2 356 752	2 663 948	2 919 495	2 981 144	3 038 485

Vedlegg B – Prognose balanseregnskap SalMar

Balanseregnskap	2020	2021	2022	2023	2024
Bankinnskud, kontanter og lignende	241 097	255 133	267 542	272 558	277 668
Kundefordringer	764 781	809 305	848 667	864 579	880 790
Varelager	5 709 271	5 816 317	5 925 371	6 036 469	6 149 651
Andre fordringer	327 062	333 194	339 441	345 806	352 289
Omløpsmidler	7 042 210	7 213 949	7 381 021	7 519 412	7 660 398
Varige driftsmidler	3 897 916	4 124 846	4 325 464	4 406 565	4 489 186
Konsesjoner, patenter og lignende	4 295 467	4 295 467	4 295 467	4 295 467	4 295 467
Goodwill	446 465	446 465	446 465	446 465	446 465
Finansielle anleggsmidler	1 051 854	1 113 091	1 167 228	1 189 113	1 211 409
Anleggsmidler	9 691 703	9 979 870	10 234 625	10 337 610	10 442 527
Sum eiendeler	16 733 913	17 193 819	17 615 646	17 857 023	18 102 925
Leverandørgjeld	1 260 210	1 283 838	1 307 909	1 332 432	1 357 415
Gjeld til kredittinstitusjoner	403 206	410 766	418 467	426 313	434 307
Betalbar skatt	580 875	614 692	644 589	656 675	668 987
Skyldige offentlige avgifter	229 883	243 266	255 098	259 881	264 754
Annen kortsiktig gjeld	645 947	658 058	670 396	682 966	695 771
Sum kortsiktig gjeld	3 120 120	3 210 620	3 296 460	3 358 267	3 421 233
Langsiktig gjeld	3 090 449	2 517 053	2 381 856	2 000 000	2 000 000
Sum gjeld	6 210 569	5 727 673	5 678 316	5 358 267	5 421 233
Utsatt skatt	1 665 249	1 762 197	1 847 904	1 882 552	1 917 849
Innskutt egenkapital	684 888	727 214	772 155	819 875	870 543
Opptjent egenkapital	7 434 152	8 230 954	8 564 703	9 036 913	9 126 973
Ikke-kontrollerende eierinteresser	739 056	745 781	752 568	759 416	766 327
Sum Egenkapital	8 858 095	9 703 949	10 089 426	10 616 204	10 763 843
Sum Egenkapital og gjeld	16 733 913	17 193 819	17 615 646	17 857 023	18 102 925

Vedlegg C – Prognose og driver for øvrige regnskapsposter

<i>Prognose for alle regnskapsposter</i>		
Poster	Driver	Prognose
Netto finanskostnader	Sum gjeld	-2,10 %
Bankinnskudd, kontanter og lignende	Salgsinntekter	2,15 %
Varelager	Varekostnad	111,72 %
Kundefordringer	Salgsinntekter	6,82 %
Andre fordringer	Varekostnad	6,40 %
Gjeld til kredittinstitusjoner	Varekostnad	7,89 %
Leverandørgjeld	Varekostnad	24,66 %
Betalbar skatt	Salgsinntekter	5,18 %
Skyldige offentlige avgifter	Salgsinntekter	2,05 %
Annen kortsiktig gjeld	Varekostnad	12,64 %
Utsatt skatt	Salgsinntekter	14,85 %
Varige driftsmidler	Salgsinntekter	34,76 %
Innskutt egenkapital		Årlig vekst (6,18%)
Langsiktig gjeld		Redusert, så konstant

Vedlegg D – Sammenligning ROIC alle selskap

SalMar	2015	2016	2017	2018	2019	Gjennomsnitt
ROIC inkludert goodwill	11,55 %	21,19 %	24,28 %	25,32 %	18,06 %	20,08 %
ROIC ekskludert goodwill	12,18 %	22,20 %	25,50 %	26,37 %	18,63 %	20,98 %
Lerøy	2015	2016	2017	2018	2019	Gjennomsnitt
ROIC inkludert goodwill	8,29 %	17,44 %	12,69 %	13,40 %	10,23 %	12,41 %
ROIC ekskludert goodwill	9,98 %	19,59 %	14,35 %	14,94 %	11,43 %	14,06 %
Grieg	2015	2016	2017	2018	2019	Gjennomsnitt
ROIC inkludert goodwill	0,29 %	18,61 %	12,22 %	14,09 %	12,48 %	11,54 %
ROIC ekskludert goodwill	0,29 %	18,99 %	12,45 %	14,31 %	12,68 %	11,74 %
MOWI	2015	2016	2017	2018	2019	Gjennomsnitt
ROIC inkludert goodwill	7,01 %	22,42 %	6,77 %	18,19 %	16,40 %	14,16 %
ROIC ekskludert goodwill	7,54 %	22,42 %	6,77 %	19,54 %	17,59 %	14,77 %

Vedlegg E – Driftsinntekter per kilo SalMar, MOWI, Lerøy og Grieg

SalMar	2015	2016	2017	2018	2019	Gjennomsnitt
Driftsinntekter	7 326 202	9 029 814	10 817 238	11 342 554	12 237 589	10 150 679
Slaktet volum (i tonn)	136 400	115 600	135 200	142 500	143 300	134 600
Driftsinntekter per kilo	53,7	78,1	80,0	79,6	85,4	75,4
MOWI	2015	2016	2017	2018	2019	Gjennomsnitt
Driftsinntekter	27 897 827	32 619 220	34 034 797	36 585 607	48 694 622	35 966 415
Slaktet volum (i tonn)	420 148	380 621	370 346	375 237	435 904	396 451
Driftsinntekter per kilo	66,4	85,7	91,9	97,5	111,7	90,6
Lerøy	2015	2016	2017	2018	2019	Gjennomsnitt
Driftsinntekter	13 484 931	17 269 735	18 619 588	19 879 978	20 454 147	17 941 676
Slaktet volum (i tonn)	157 697	150 182	157 767	162 039	158 178	157 173
Driftsinntekter per kilo	85,5	115,0	118,0	122,7	129,3	114,1
Grieg	2015	2016	2017	2018	2019	Gjennomsnitt
Driftsinntekter	4 645 364	6 604 161	7 037 163	7 549 998	8 303 934	6 828 124
Slaktet volum (i tonn)	65 398	64 726	62 598	74 623	82 973	70 064
Driftsinntekter per kilo	71,0	102,0	112,4	101,2	100,1	97,3

Vedlegg F – Driftskostnader per kilo SalMar, MOWI, Lerøy og Grieg

SalMar	2015	2016	2017	2018	2019	Gjennomsnitt
Driftskostnader	5 600 878	6 240 147	7 236 399	7 393 965	8 451 544	6 984 587
Slaktet volum (i tonn)	136 400	115 600	135 200	142 500	143 300	134 600
Driftskostnadkostnad per kilo	41,1	54,0	53,5	51,9	59,0	51,9
MOWI	2015	2016	2017	2018	2019	Gjennomsnitt
Driftskostnader	23 475 000	21 434 260	28 536 084	26 479 556	35 291 815	27 043 343
Slaktet volum (i tonn)	420 148	380 621	370 346	375 237	435 904	396 451
Driftskostnadkostnad per kilo	55,9	56,3	77,1	70,6	81,0	68,2
Lerøy	2015	2016	2017	2018	2019	Gjennomsnitt
Driftskostnader	11 671 064	13 914 645	14 319 575	15 651 773	16 707 870	14 452 985
Slaktet volum (i tonn)	157 697	150 182	157 767	162 039	158 178	157 173
Driftskostnadkostnad per kilo	74,0	92,7	90,8	96,6	105,6	91,9
Grieg	2015	2016	2017	2018	2019	Gjennomsnitt
Driftskostnader	4 384 053	5 262 499	5 931 631	6 215 525	6 805 776	5 719 897
Slaktet volum (i tonn)	65 398	64 726	62 598	74 623	82 973	70 064
Driftskostnadkostnad per kilo	67,0	81,3	94,8	83,3	82,0	81,7

Vedlegg G – Slaktevolum per konsesjon SalMar, MOWI, Lerøy og Grieg

SalMar slaktevolum per konsesjon	2015	2016	2017	2018	2019	Gjennomsnitt
Slaktet volum (i tonn)	136 400	115 600	135 200	142 500	143 300	134 600
Lisenser	100	100	100	100	100	100
Slaktet volum per konsesjon	1 364	1 156	1 352	1 425	1 433	1 346
Lerøy slaktevolum per konsesjon	2015	2016	2017	2018	2019	Gjennomsnitt
Slaktet volum (i tonn)	157 697	150 182	157 767	162 039	158 178	157 173
Lisenser	146	146	154	156	156	152
Slaktet volum per konsesjon	1 080	1 029	1 024	1 039	1 014	1 037
Grieg slaktevolum per konsesjon	2015	2016	2017	2018	2019	Gjennomsnitt
Slaktet volum (i tonn)	65 398	64 726	62 598	74 623	82 973	70 064
Lisenser	100	100	88	88	84	92
Slaktet volum per konsesjon	654	647	711	848	988	770
MOWI slaktevolum per konsesjon	2015	2016	2017	2018	2019	Gjennomsnitt
Slaktet volum (i tonn)	420 148	380 621	370 346	375 237	435 904	396 451
Lisenser	586	557	554	609	628	586
Slaktet volum per konsesjon	717	684	669	617	695	676

Vedlegg H – EBITDA-margin SalMar, MOWI, Lerøy og Grieg

SalMar	2015	2016	2017	2018	2019	Gjennomsnitt
EBITDA	1 725 324	2 789 667	3 580 839	3 948 589	3 786 045	3 166 093
Driftsinntekter	7 326 202	9 029 814	10 817 238	11 342 554	12 237 589	10 150 679
EBITDA/driftsinntekter	23,55 %	30,89 %	33,10 %	34,81 %	30,94 %	30,66 %
MOWI	2015	2016	2017	2018	2019	Gjennomsnitt
EBITDA	4 406 000	11 164 280	5 485 807	10 096 226	11 310 193	8 492 501
Driftsinntekter	27 897 827	32 619 220	34 034 797	36 585 607	48 694 622	35 966 415
EBITDA/driftsinntekter	15,79 %	34,23 %	16,12 %	27,60 %	23,23 %	23,39 %
Lerøy	2015	2016	2017	2018	2019	Gjennomsnitt
EBITDA	1 813 867	3 355 090	4 300 013	4 228 205	3 746 277	3 488 690
Driftsinntekter	13 484 931	17 269 735	18 619 588	19 879 978	20 454 147	17 941 676
EBITDA/driftsinntekter	13,45 %	19,43 %	23,09 %	21,27 %	18,32 %	19,11 %
Grieg	2015	2016	2017	2018	2019	Gjennomsnitt
EBITDA	261 311	1 341 662	1 105 532	1 334 473	1 498 158	1 108 227
Driftsinntekter	4 645 364	6 604 161	7 037 163	7 549 998	8 303 934	6 828 124
EBITDA/driftsinntekter	5,63 %	20,32 %	15,71 %	17,68 %	18,04 %	15,47 %

Vedlegg I - Historisk NOPLAT

I-1 – SalMar ASA

NOPLAT SalMar	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsinntekter	7 326 202	9 029 814	10 817 238	11 342 554	12 237 589
Varekostnad	3 562 811	4 000 818	4 722 474	4 585 491	5 770 027
Driftskostnader	2 038 067	2 239 329	2 513 925	2 808 474	2 681 517
Lønnskostnad	765 881	861 534	929 100	1 040 438	1 202 494
Annen driftskostnad	1 272 186	1 377 795	1 584 825	1 768 036	1 479 023
EBITDA	1 725 324	2 789 667	3 580 839	3 948 589	3 786 045
Av- og nedskrivning av varige driftsmidler	321 449	358 020	418 612	487 778	718 449
Operasjonell EBITA	1 403 875	2 431 647	3 162 227	3 460 811	3 067 596
Skatt	379 046	607 912	758 934	795 987	674 871
NOPAT	1 024 829	1 823 735	2 403 293	2 664 824	2 392 725
Økning i utsatt skatt	- 31 779	264 486	- 133 079	179 209	216 126
NOPLAT	993 050	2 088 221	2 270 214	2 844 033	2 608 851

I-2 MOWI ASA

NOPLAT MOWI	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsinntekter	27 881 000	32 598 540	34 021 891	36 575 782	46 602 009
Varekostnad	15 775 000	12 966 114	18 911 097	15 979 219	22 343 182
Driftskostnader	7 700 000	8 468 146	9 624 987	10 500 337	12 948 633
Lønnskostnad	3 826 000	4 079 128	4 453 091	4 841 327	6 349 800
Annen driftskostnad	3 874 000	4 389 018	5 171 896	5 659 010	6 598 834
EBITDA	4 406 000	11 164 280	5 485 807	10 096 226	11 310 193
Av- og nedskrivning av varige driftsmidler	1 252 000	1 307 992	1 396 291	1 474 614	3 235 186
Operasjonell EBITA	3 154 000	9 856 288	4 089 516	8 621 612	8 075 007
Skatt	851 580	2 464 072	981 484	1 982 971	1 776 502
NOPAT	2 302 420	7 392 216	3 108 032	6 638 641	6 298 506
Økning i utsatt skatt	192 481	449 910	- 915 819	658 761	292 981
NOPLAT	2 494 901	7 842 126	2 192 213	7 297 402	6 591 487

I-3 Lerøy Seafood ASA

NOPLAT Lerøy	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsinntekter	13 484 931	17 269 735	18 619 588	19 879 978	20 454 147
Varekostnad	8 812 415	10 265 020	9 654 211	10 378 276	11 183 192
<i>Sum Driftskostnader</i>	2 858 649	3 649 625	4 665 364	5 273 497	5 524 678
Lønnskostnad	1 411 024	1 785 537	2 438 259	2 668 829	2 933 407
Annen driftskostnad	1 447 625	1 864 088	2 227 105	2 604 668	2 591 271
EBITDA	1 813 867	3 355 090	4 300 013	4 228 205	3 746 277
Av- og nedskrivning av varige driftsmidler	433 916	511 621	583 265	659 669	1 012 041
Operasjonell EBITA	1 379 951	2 843 469	3 716 748	3 568 536	2 734 236
Skatt	372 587	710 867	892 020	820 763	601 532
NOPAT	1 007 364	2 132 602	2 824 728	2 747 773	2 132 704
Økning i utsatt skatt	36 711	1 234 298	- 488 321	130 007	30 573
NOPLAT	1 044 075	3 366 900	2 336 407	2 877 780	2 163 277

I-4 Grieg Seafood ASA

NOPLAT Grieg	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsinntekter	4 645 364	6 604 161	7 037 163	7 549 998	8 303 934
Varekostnad	2 738 926	3 287 159	3 724 200	3 852 855	4 181 971
Driftskostnader	1 645 127	1 975 340	2 207 431	2 362 670	2 623 805
Lønnskostnad	409 432	483 473	482 827	541 047	610 803
Annen driftskostnad	1 235 695	1 491 867	1 724 604	1 821 623	2 013 002
EBITDA	261 311	1 341 662	1 105 532	1 334 473	1 498 158
Av- og nedskrivning av varige driftsmidler	213 569	173 916	201 132	235 655	410 583
Operasjonell EBITA	47 742	1 167 746	904 400	1 098 818	1 087 575
Skatt	12 890	291 937	217 056	252 728	239 267
NOPAT	34 852	875 810	687 344	846 090	848 309
Økning i utsatt skatt	- 21 280	135 644	47 004	159 525	- 2 975
NOPLAT	13 572	1 011 454	734 348	1 005 615	845 334

Vedlegg J – Historisk investert kapital og total investering SalMar ASA

SalMar	2015	2016	2017	2018	2019
Varelager	3 634 268	5 221 784	4 394 573	5 765 550	6 189 538
Kundefordringer	815 540	595 773	501 112	630 060	739 429
Andre fordringer	258 288	302 078	242 866	289 416	330 332
Bankinnskudd, kontanter og lignende	147 742	273 715	177 098	239 596	230 990
Omløpsmidler	4 855 838	6 393 350	5 315 649	6 924 622	7 490 289
Leverandørgjeld	649 272	1 199 402	1 248 975	1 194 760	1 305 050
Betalbar skatt	292 320	423 223	672 448	690 717	588 343
Skyldige offentlige avgifter	153 262	189 136	170 716	300 591	218 923
Annen kortsiktig gjeld	488 996	775 622	404 125	500 919	613 258
Kortsiktig gjeld	1 583 850	2 587 383	2 496 264	2 686 987	2 725 574
Netto arbeidskapital	3 271 988	3 805 967	2 819 385	4 237 635	4 764 715
Varige driftsmidler	2 403 772	3 137 522	3 604 770	3 591 490	4 939 621
Konsesjoner, patenter og lignende	2 466 171	2 464 332	2 478 510	2 957 486	4 295 467
Investert kapital uten goodwill	8 141 931	9 407 821	8 902 665	10 786 611	13 999 803
Goodwill	447 372	446 465	446 465	446 465	446 465
Investert kapital	8 589 303	9 854 286	9 349 130	11 233 076	14 446 268
Overskuddskontanter	125 140	-	-	-	-
Finansielle anleggsmidler	636 206	960 017	1 080 852	1 215 500	814 216
Total investering	9 350 649	10 814 303	10 429 982	12 448 576	15 260 484
Langsiktig gjeld	2 752 373	2 439 557	1 155 999	1 019 117	3 240 441
Gjeld til kredittinstitusjoner	140 421	198 613	243 633	748 187	522 272
Utsatt skatt	1 230 815	1 495 301	1 362 222	1 541 431	1 757 557
Gjeld og tilsvarende	4 123 609	4 133 471	2 761 854	3 308 735	5 520 270
Innskutt egenkapital	501 084	529 037	557 610	597 365	645 025
Opptjent egenkapital	4 646 272	6 069 363	7 022 449	8 450 748	8 362 685
Ikke kontrollerte eierinteresser	79 684	82 432	88 069	91 729	732 391
Egenkapital og tilsvarende	5 227 040	6 680 832	7 668 128	9 139 842	9 740 101
Avrundning	-	-	-	1	113
Total investering	9 350 649	10 814 303	10 429 982	12 448 576	15 260 484

Vedlegg K – Historisk investert kapital sammenlignbare selskap

Vedlegg K-1 MOWI ASA

MOWI	2015	2016	2017	2018	2019
Varelager	13 601 871	16 925 412	14 063 428	17 699 010	17 548 435
Kundefordringer	3 922 281	4 629 014	4 458 215	4 729 319	5 688 339
Andre fordringer	1 665 016	1 364 891	1 108 910	1 484 901	1 451 138
Bankinnskudd, kontanter og lignende	557 891	650 667	549 010	730 988	699 018
Omløpsmidler	19 747 059	23 569 984	20 179 563	24 644 218	25 386 930
Leverandørgjeld	2 371 091	2 559 677	2 620 888	2 685 018	3 344 491
Betalbar skatt	694 911	1 325 993	847 601	1 149 008	1 128 971
Skyldige offentlige avgifter	438 121	1 425 966	91 600	123 094	119 812
Annen kortsiktig gjeld	2 388 765	2 514 872	2 691 144	2 739 159	2 749 007
Kortsiktig gjeld	5 892 888	7 826 508	6 251 233	6 696 279	7 342 281
Netto arbeidskapital	13 854 171	15 743 476	13 928 330	17 947 939	18 044 649
Varige driftsmidler	9 237 891	9 355 918	10 092 654	11 658 718	11 398 716
Konsesjoner, patenter og lignende	10 001 487	7 387 856	5 969 731	7 737 690	8 038 919
Investert kapital uten goodwill	33 093 549	32 487 250	29 990 715	37 344 347	37 482 284
Goodwill	2 483 019	2 485 966	2 383 091	2 768 094	2 699 345
Investert kapital	35 576 568	34 973 216	32 373 806	40 112 441	40 181 629

Vedlegg K-2 Lerøy Seafood ASA

Lerøy	2015	2016	2017	2018	2019
Varelager	4 872 895	7 140 116	5 449 281	6 879 739	6 606 076
Kundefordringer	1 568 820	2 209 281	1 972 438	2 152 414	2 244 348
Andre fordringer	307 798	421 302	436 590	426 511	511 131
Bankinnskudd, kontanter og lignende	269 817	345 414	371 890	398 004	415 912
Omløpsmidler	7 019 330	10 116 113	8 230 199	9 856 668	9 777 467
Leverandørgjeld	915 981	1 366 634	1 310 098	1 486 119	1 554 071
Betalbar skatt	200 151	477 842	819 884	678 075	448 813
Skyldige offentlige avgifter	123 457	263 991	233 982	226 513	279 333
Annen kortsiktig gjeld	439 383	929 880	622 498	754 803	724 941
Kortsiktig gjeld	1 678 972	3 038 347	2 986 462	3 145 510	3 007 158
Netto arbeidskapital	5 340 358	7 077 766	5 243 737	6 711 158	6 770 309
Varige driftsmidler	2 899 633	4 209 108	5 148 271	6 606 498	6 230 105
Konsesjoner, patenter og lignende	2 216 877	5 899 130	5 887 808	5 947 645	5 931 088
Investert kapital uten goodwill	10 456 868	17 186 004	16 279 816	19 265 301	18 931 502
Goodwill	2 133 039	2 119 318	2 131 819	2 218 430	2 219 521
Investert kapital	12 589 907	19 305 322	18 411 635	21 483 731	21 151 023

Vedlegg K-3 Grieg Seafood ASA

Grieg	2015	2016	2017	2018	2019
Varelager	2 019 982	2 548 789	2 790 614	3 321 234	2 847 632
Kundefordringer	581 904	800 591	761 407	925 232	459 897
Andre fordringer	145 767	216 407	246 759	169 175	341 993
Bankinnskudd, kontanter og lignende	93 018	131 912	140 888	137 920	214 497
Omløpsmidler	2 840 671	3 697 699	3 939 668	4 553 561	3 864 019
Levereandørgjeld	653 083	493 534	585 378	649 352	855 061
Betalbar skatt	24 545	172 057	157 244	130 287	211 569
Skyldige offentlige avgifter	12 134	48 819	16 486	29 346	50 570
Annen kortsiktig gjeld	149 899	246 203	241 179	154 568	188 828
Kortsiktig gjeld	839 661	960 613	1 000 287	963 553	1 306 028
Netto arbeidskapital	2 001 010	2 737 086	2 939 381	3 590 008	2 557 991
Varige driftsmidler	1 534 770	1 510 379	1 871 804	2 292 912	2 957 942
Konsesjoner, patenter og lignende	1 110 331	1 078 220	1 086 936	1 146 837	1 149 835
Investert kapital uten goodwill	4 646 111	5 325 685	5 898 121	7 029 757	6 665 768
Goodwill	110 647	108 595	109 038	109 013	109 526
Investert kapital	4 756 758	5 434 280	6 007 159	7 138 770	6 775 294

Vedlegg L – Relativ verdsettelse

(30.12.19)	SalMar	MOWI	Lerøy	Grieg	Snitt	Multipler	Utvalgte multipler
Aksjepris	449,3	228,2	58,3	140,3			
Antall aksjer	113 299 999	517 111 091	595 773 680	111 662 000			
Markedsverdi	50 905 689 551	118 004 750 966	34 733 605 544	15 666 178 600			
Egenkapital	9 740 100 000	28 532 027 880	10 911 897 000	4 140 843 000			
Årsresultat	2 584 395 000	4 698 127 940	1 869 739 000	644 908 000			
Inntekter	12 237 589 000	40 792 731 280	20 426 902 000	8 300 111 000			
EBITDA	3 786 045 000	11 310 193 000	3 746 277 000	1 498 158 000			
EBITA	3 067 596 000	8 075 007 000	2 734 236 000	1 087 575 000			
EBIT	3 034 601 000	6 085 964 600	2 734 235 000	1 087 574 000			
Slaktevolum (tonn)	143 300	435 904	158 178	82 973			
Resultat per aksje	22,81	9,09	3,14	5,78			
P/E	19,70	25,12	18,58	24,29	22,66	516,93	
P/B	5,23	4,14	3,18	3,78	3,70	318	x
P/S	4,16	2,89	1,70	1,89	2,16	233	
EV/EBITDA	13	10	9	10	10,05	336	x
EV/EBITA	16,59	15	13	14	13,91	377	
EV/EBIT	16,78	19,39	12,70	14,40	15,50	420	x
EV/Volum	355 239	270 713	219 586	188 811	258 587	327	
Aksjepris med multipler						361,09	357,92

Vedlegg M – Beta-kalkulasjon

S&P 500 Index	SalMar		MOWI		Grieg		Lerøy	
	Intercept	Beta	Intercept	Beta	Intercept	Beta	Intercept	Beta
S&P 500	0,02	0,69	0,01	0,67	0,01	0,71	0,05	0,21
Standard Error	0,01	0,20	0,01	0,18	0,01	0,26	0,02	0,46
t Stat	1,90	3,39	0,81	3,72	1,27	2,79	2,72	0,46
P-value	0,06	0,00	0,42	0,00	0,21	0,01	0,01	0,65
R Square	0,09		0,10		0,06		0,00	
N	120	120	120	120	120	120	120	120

Vedlegg N – Historisk netto arbeidskapital

SalMar	2015	2016	2017	2018	2019
Varelager	3 634 268	5 221 784	4 394 573	5 765 550	6 189 538
Kundefordringer	815 540	595 773	501 112	630 060	739 429
Andre fordringer	258 288	302 078	242 866	289 416	330 332
Bankinnskudd, kontanter og lignende	147 742	273 715	177 098	239 596	230 990
Netto omløpsmidler	4 855 838	6 393 350	5 315 649	6 924 622	7 490 289
Levereandørgjeld	649 272	1 199 402	1 248 975	1 194 760	1 305 050
Skyldige offentlige avgifter	153 262	189 136	170 716	300 591	218 923
Annen kortsiktig gjeld	488 996	775 622	404 125	500 919	613 258
Sum kortsiktig gjeld	1 291 530	2 164 160	1 823 816	1 996 270	2 137 231
Netto arbeidskapital	3 564 308	4 229 190	3 491 833	4 928 352	5 353 058