



Universitetet
i Stavanger

UIS BUSINESS SCHOOL

MASTER'S THESIS

STUDY PROGRAM:

MSc in Business & Administration

THESIS IS WRITTEN IN THE FOLLOWING
SPECIALIZATION/SUBJECT:

Applied Finance

TITLE:

Verdsettelse av SalMar ASA
(Valuation of SalMar ASA)

AUTHOR(S)

Candidate number:

4001
.....
.....

Name:

Eivind Berg Torgersen
.....
.....

SUPERVISOR:

Bernt Arne Odegaard

Sammendrag

Formålet med denne masterutredelsen er å verdsette det norske sjømatelskapet SalMar ASA den 30. april 2019. Det vil bli estimert en aksjeverdi som sammenlignes mot aksjeprisen i markedet, og det vil bli presentert en handelsstrategi på bakgrunn av dette. Egenkapitalen verdsettes ved å bruke fundamental verdsettelse basert på diskonterte frie kontantstrømmer til selskapet. Som grunnlag brukes historisk analyse for å gi et bilde av det økonomiske forløpet til dagens situasjon og strategisk analyse for å estimere forventet utvikling i markedet og i selskapet. Den historiske analysen brukes som utgangspunkt for å generere pro forma fremtidsregnskap og justeres med forventede endringer, avdekket av den strategiske analysen. Dette leder til estimater av de frie kontantstrømmene som deretter diskonteres med en vektet kapitalkostnad. Den fundamentale verdsettelsen suppleres med komparativ verdsettelse. I tillegg gjøres en sensitivitets- og scenarioanalyse for å belyse verdsettelsens viktigste faktorer, samt konkretisere risikofaktorene som verdsettelsen er påvirket av. Historisk analyse avdekker fremragende resultater målt mot både industri og bransje. Resultatene i form av marginer og nøkkeltall viser nesten utelukkende at SalMar presterer best av de fire største lakseoppdretterne i Norge. Den historiske analysen brukes som grunnlag for refleksjonene rundt om disse resultatene vil vedvare, eller ikke. Strategisk analyse peker på produksjonsbegrensninger som følge av reguleringer i Norge, til tross for Norges uttalte mål om å firedoble lakseeksport innen 2050. Analysen går gjennom interessante teknologiske gjennombrudd, samt velkjente trusler som fôrpriser, lakselus, rømming og alger. SalMar oppfattes som en veletablert aktør med spennende muligheter innen offshore-merder og andre investeringer som er med på å komplementere en allerede velutrustet verdikjede. Analysen gjennomgår de aktuelle alternative oppdrettsmetodene som konkurrentene er i gang med og forsøker å vurdere om SalMar har valgt riktig teknologisk tilnærming. Sensitivitetsanalysen viser at SalMar er svært sensitiv både mot fremtidig laksepris og pris på fôr. Scenarioanalysen identifiserer hva analysene hittil definerer som et best-case og et worst-case scenario. Aksjeverdiene herfra understreker usikkerheten i bransjen om hvordan prisutviklingen vil være og hvilken teknologisk retning som gir aktørene mest verdi. Den fundamentale verdsettelsen gir et verdiestimat på 474,13 NOK per aksje, og den komparative verdsettelsen 363,33 NOK. Utredningen konkluderer med å beholde estimatet fra den fundamentale verdsettelsen på bakgrunn av SalMars posisjon, historisk avkastning og framtidsutsikter. Aksjeprisen i markedet per 30. april 2019 var 392,00 NOK. Sammenlignet mot verdiestimatet på 474,13 NOK gis det derfor en kjøpsanbefaling av aksjen.

Forord

Denne masterutredningen representerer avslutningen på mitt studieløp ved Handelshøgskolen ved Universitetet i Stavanger innen økonomi og administrasjon med spesialisering innen anvendt finans. Valget av verdsettelse som tema falt naturlig på grunn av interesse for temaet, samt tilgjengelige ressurser i skriveperioden.

Jeg vil takke min kone, Lene, og mine to barn, Ellinor Lovise og Alfred Elias, for en umålelig støtte, tålmodighet og forståelse slik at det har vært mulig å fullføre denne mastergraden. Jeg vil også takke min arbeidsgiver IMI Holding AS som har tilrettelagt arbeidssituasjonen min slik at det har vært mulig å gjennomføre studiet ved siden av 100% arbeidstid.

Stavanger, 15. juni 2019



Eivind Berg Torgersen

Innholdsfortegnelse

| | |
|--|-----------|
| Sammendrag | I |
| Forord | II |
| Innholdsfortegnelse..... | III |
| Tabelliste..... | VI |
| Figurliste | VII |
| Formelliste | VII |
| Forkortelser | VIII |
| 1 Presentasjoner | 1 |
| 1.1 Presentasjon av oppgaven | 1 |
| 1.2 Presentasjon av bransjen | 2 |
| 1.2.1 Historisk utvikling..... | 2 |
| 1.2.2 Hovedaktørene | 2 |
| 1.2.3 Verdikjeden | 4 |
| 1.2.4 Tilbud | 5 |
| 1.2.5 Etterspørsel..... | 6 |
| 1.3 Presentasjon av SalMar ASA | 7 |
| 1.3.1 Virksomhetsområder | 8 |
| 1.3.2 Tilknyttede selskap..... | 9 |
| 2 Teori og metode..... | 10 |
| 2.1 Enterprise discounted cash flow (EDCF) | 10 |
| 2.2 Kapitalkostnad | 11 |
| 2.3 Komparativ/relativ verdsettelse | 12 |
| 2.4 Andre verdsettelsesmodeller | 12 |
| 2.5 Metode..... | 13 |
| 2.5.1 Innsamling av data og kildekritikk..... | 13 |
| 2.5.2 Datanalyse | 14 |
| 2.5.3 Forutsetninger og mangler | 14 |
| 3 Historisk analyse | 15 |
| 3.1 Valg av peer-gruppe | 15 |
| 3.2 Reorganisering av årsregnskapene..... | 15 |
| 3.2.1 NOPLAT | 15 |
| 3.2.2 Investert kapital | 16 |
| 3.3 ROIC-analyse..... | 17 |
| 3.3.1 ROIC | 18 |
| 3.3.2 Produksjon..... | 19 |
| 3.3.3 Inntekter | 20 |
| 3.3.4 Kostnader | 20 |
| 3.3.5 Vekst | 21 |
| 3.4 Konklusjon fra historisk analyse..... | 22 |
| 4 Strategisk analyse | 23 |

| | |
|---|-----------|
| 4.1 PESTEL | 23 |
| 4.1.1 Politiske faktorer | 23 |
| 4.1.2 Økonomiske faktorer | 24 |
| 4.1.3 Sosiokulturelle faktorer | 26 |
| 4.1.4 Teknologiske faktorer | 26 |
| 4.1.5 Økologiske faktorer | 28 |
| 4.1.6 Rettslige faktorer | 30 |
| 4.2 Porters fem krefter | 30 |
| 4.2.1 Ny aktører | 31 |
| 4.2.2 Substitutter | 32 |
| 4.2.3 Kjøpers forhandlingsmakt | 32 |
| 4.2.4 Leverandørers forhandlingsmakt | 33 |
| 4.2.5 Konkurransen mellom eksisterende aktører | 34 |
| 4.3 Konklusjon fra strategisk analyse | 34 |
| 5 Prognoser og drivere | 35 |
| 5.1 Prognose NOPLAT | 35 |
| 5.1.1 Salgsinntekt | 36 |
| 5.1.2 Varekostnad | 38 |
| 5.1.3 Lønnskostnad og annen driftskostnad | 40 |
| 5.1.4 Varige driftsmidler | 40 |
| 5.1.5 Prognose for andre regnskapsposter | 41 |
| 5.2 Prognose kontantstrømmer | 42 |
| 5.2.1 Prognose CAPEX | 42 |
| 5.2.2 Prognose arbeidskapital | 43 |
| 6 Verdssettelse | 44 |
| 6.1 Kapitalkostnad | 44 |
| 6.1.1 Egenkapitalkostnad | 45 |
| 6.1.2 Gjeldskostnad | 46 |
| 6.1.3 Vekting av EK og gjeld | 47 |
| 6.2 Egenkapitalverdi | 47 |
| 6.2.1 Enterprise DCF | 47 |
| 6.2.3 Investeringer i tilknyttede selskap | 48 |
| 6.2.4 Andre påvirkninger av selskapsverdi | 48 |
| 6.3 Relativ verdssettelse | 48 |
| 7 Scenario- og sensitivitetsanalyse | 51 |
| 7.1 Sensitivitetsanalyse | 51 |
| 7.2 Scenarioanalyse | 52 |
| 7.2.1 Best-case scenario | 52 |
| 7.2.2 Worst-case scenario | 53 |
| 7.3 Konklusjon fra analysene | 54 |
| 8 Konklusjon | 55 |
| Referanser | 57 |
| Vedlegg | 59 |
| Vedlegg A – Kalkulering av historisk NOPLAT for alle selskap (forenklet modell) | 59 |
| Vedlegg B – Kalkulering av historisk investert kapital for alle selskap | 61 |
| Vedlegg C – Prognose av konsolidert totalresultat for SalMar ASA | 65 |
| Vedlegg D – Prognose av konsolidert balanseregnskap for SalMar ASA | 65 |

| | |
|---|----|
| <i>Vedlegg E – Prognose av investert kapital for SalMar ASA</i> | 66 |
| <i>Vedlegg F – Beta regresjon</i> | 67 |

Tabelliste

| | |
|---|----|
| Tabell 1 – Nøkkeltall 2018..... | 3 |
| Tabell 2 – Globalt tilbud av laks | 6 |
| Tabell 3 – Global etterspørsel av laks | 7 |
| Tabell 4 – Utbytte SalMar 2014- 2019 | 12 |
| Tabell 5 – Gjennomsnittlig ROIC | 18 |
| Tabell 6 – Slaktet volum per lisens 2014 – 2018..... | 19 |
| Tabell 7 – Driftsinntekter per kilo 2014 – 2018 | 20 |
| Tabell 8 – Common size resultat 2014 – 2018 | 21 |
| Tabell 9 – SalMars nøkkeltall for vekst 2014 – 2018..... | 22 |
| Tabell 10 – SalMars hovedinntektsdrivere 2014 – 2018..... | 22 |
| Tabell 11 – SWOT analyse..... | 34 |
| Tabell 12 – Estimerte frie kontantstrømmer..... | 35 |
| Tabell 13 – Prognose salgsinntekt | 36 |
| Tabell 14 – Prognose salgpris per kilo..... | 37 |
| Tabell 15 – Prognose slaktvolum | 38 |
| Tabell 16 – Prognose varekostnad..... | 39 |
| Tabell 17 – Prognose varekost per kilo..... | 39 |
| Tabell 18 – Prognose netto PP&E | 40 |
| Tabell 19 – Prognose andre regnskapsposter..... | 41 |
| Tabell 20 – Prognose arbeidskapital | 43 |
| Tabell 21 – Oppsummering estimert aksjeverdi..... | 44 |
| Tabell 22 – WACC | 44 |
| Tabell 23 – Egenkapitalkrav | 45 |
| Tabell 24 – Beta..... | 45 |
| Tabell 25 – Gjeldskrav | 46 |
| Tabell 26 – SalMars verdi per aksje | 47 |
| Tabell 27 – Nåverdi av kontantstrøm fra operasjonell virksomhet | 47 |
| Tabell 28 – Investeringer i tilknyttede selskap..... | 48 |

| | |
|---|----|
| Tabell 29 – Relativ verdsettelse | 49 |
| Tabell 30 – Sensitivitetsanalyse - pris | 52 |
| Tabell 31 – Best case scenario | 53 |
| Tabell 32 – Worst case scenario | 54 |

Figurliste

| | |
|---|----|
| Figur 1 – Top 5-10 aktører innen oppdrett av atlantisk laks | 3 |
| Figur 2 – SalMars verdikjede | 4 |
| Figur 3 – Utvikling ROIC 2014 – 2018 | 19 |
| Figur 4 – Historisk volum og verdi (Kontali Analyse, 2017) | 25 |
| Figur 5 – Historisk kilopris eksportert laks | 25 |
| Figur 6 – PwC fremtidsutsikter | 27 |
| Figur 7 – Forventet fordeling av produksjon i 2050..... | 28 |
| Figur 8 – Ressurseffektiv produksjon..... | 29 |
| Figur 9 – Relativ prisforskjell indeksert mot laks | 32 |
| Figur 10 – Fôrproducenters markedsandel i Norge (2017)..... | 33 |
| Figur 11 – Sensitivitetsanalyse..... | 51 |

Formelliste

| | |
|-----------------------------------|----|
| Formel 1 – Terminalverdi..... | 11 |
| Formel 2 – WACC | 11 |
| Formel 3 – CAPM | 12 |
| Formel 4 – Investert kapital..... | 16 |
| Formel 5 – ROIC | 17 |
| Formel 6 – Salgsinntekt..... | 36 |
| Formel 7 – Salgspris | 36 |
| Formel 8 – Slaktevolum..... | 36 |
| Formel 9 – Varekostnad | 39 |

Forkortelser

CAGR – Compounded annual growth rate

CAPEX – Capital expenditures

D – Market value of debt

DCF – Discounted cash flow

DM – Driftsmidler

E – Market value of equity

EBITA – Earnings before interest, tax and amortization

EBITDA – Earnings before interest, tax and, depreciation and amortization

EDCF – Enterprise discounted cash flow

EV – Enterprise value

FCF – Free cash flow

Grieg – Grieg Seafood ASA

GWT – Gross weight ton

HOG – Head-on and gutted salmon

Lerøy – Lerøy Seafood Group

M&A – Mergings and acquisitions

MNOK – Millioner NOK

MOWI – MOWI ASA

MTB – Maksimalt tillatt biomasse

NOPLAT – Net operating income less adjusted tax

OSEBX – Oslo Børs Indeks

PP&E – Property, plant & equipment

r_E – cost of equity

r_D – cost of debt

ROIC – Return on invested capital

SalMar – SalMar ASA

t – tax rate

TV – Terminal value

VAP – Value-adding processing

WACC – Weighted average cost of capital

1 Presentasjoner

1.1 Presentasjon av oppgaven

Med dette følger en beskrivelse av oppgaven, samt generell informasjon. Denne oppgavens problemstilling er:

Hva er virkelig aksjeverdi til SalMar ASA den 30.04.2019?

Fiskeoppdrett er en næring for framtiden. Norge, med blant annet SalMar i spissen, leder teknologiutviklingen på en rekke områder som biologi, fiskehelse, fôr og utstyr (Norges Sjømatråd, 2018a). En rekke spennende teknologiske løsninger er under utvikling: havbaserte, lukkede og landbaserte merder, og bekjempelse av lus og rømming. SalMar var de første som fikk innvilget utviklingstillatelser i 2016 og sitter med ferske resultater fra den første produksjonssyklusen i sin offshore-merd, Ocean Farm 1. Markedet er i full vekst og det er stor usikkerhet rundt hvordan prisene og lønnsomheten påvirkes av konkurransen fra både eksisterende og nye aktører. Verden trenger mer mat som følge av befolkningsvekst, og mulighetene rundt proteinrik og energieffektiv sjømat er bortimot uendelige (Marine Harvest ASA, 2018).

Norsk fiskeoppdrett har siden 1970-tallet vokst frem i skyggen av oljevirksomheten. Ifølge en undersøkelse gjort av Universitetet i Bergen i 2018, mener 36% av respondentene at det er fiskenæringen som skal ta Norge videre de neste årene, mens kun 22% mener at oljen fortsetter å være viktigst. Politikerne i Norge har satt et mål om å firedoble sjømateksport innen 2050 (Regjeringen.no, 2014), men regulerer samtidig konsesjonene med jernhånd og snakker i tillegg om en grunnskatt på laks. Denne reguleringen fører igjen til at tilbudet begrenses og dette er med på å holde spot-prisen på laks høy. I en verdsettelse må man vurdere disse faktorene enkeltvis og samlet for å si om det tilfører selskapet verdi gjennom fremtidige kontantstrømmer.

Oppgaven videre er bygget opp på følgende måte: Kapittel 1 presenterer bransjen og SalMar ASA. Kapittel 2 beskriver og drøfter teorien og metoden som er anvendt. Kapittel 3 og 4 analyserer henholdsvis historikk og strategi som gir grunnlag for estimering av vekst og utvikling i drivere og fremtidsregnskap i kapittel 5. Kapittel 6 presenterer verdsettelsen og

kapittel 7 analyserer sensitiviteten til resultatene fra verdsettelsen. Kapittel 8 konkluderer og oppsummerer verdsettelsen til slutt.

1.2 Presentasjon av bransjen

For å danne en forståelse av fundamentet og konteksten for SalMars virke, blir bransjen presentert her.

1.2.1 Historisk utvikling

Tidlig på 1970-tallet settes det ut 20.000 laksesmolt på Hitra, i det som blir regnet som verdens første merdebaserte lakseanlegg. Den gang lå lakseprisene på 80-90 NOK per kg noe som tilsvarer over 700 NOK i 2018. Stortinget vedtar i 1973 en konsesjonslov for å regulere utviklingen av denne nye oppdrettsnæringen slik at det norske kyst- og fjordsamfunn ivaretas. Tilstrømmingen til næringen er så sterk at det i 1978 blir satt en midlertidig stopp for nye konsesjoner. Norge satser stort på det svært viktige globale sushimarkedet og lykkes med det. Lovendringer på 1990-tallet åpner for industrialisering av næringen. I dag er det flere hundre lakseanlegg langs kysten i Norge da klimaet og havstrømmene langs norskekysten gir optimale oppvekstvilkår for laks (Norges Sjømatråd, 2018b).

Nye lover som fremmer bærekraftig utvikling og tiltak for å bekjempe rømming og lakselus gjør at Norge i 2017 eksporterte laks for 66 mrd. NOK til nesten 90 ulike land, over 50% av all atlantisk laks i verden (EY, 2017). Spot-prisen på laks nådde et bunnivå i 2011 på mellom 20 og 30 NOK, mens den i dag er rett over 60 NOK. (SSB, 2019).

1.2.2 Hovedaktørene

En oversikt fra 2017 over de største aktørene med produksjon av atlantisk laks, viser MOWI ASA (skiftet navn fra Marine Harvest ASA i 2019) øverst (Marine Harvest ASA, 2018). I Norge følger SalMar ASA, tett etterfulgt av Lerøy Seafood Group som nummer 3. Deretter er det et stort trinn ned til Cermaq og Grieg Seafood ASA. Denne utredningen fokuserer på norske aktører og ekskluderer dermed Cermaq som er eid av Mitsubishi Corporation. Ser man på den globale produksjonen samlet finner man igjen MOWI og Grieg da de også har produksjon i utlandet. Det benyttes global produksjon i utredningene videre da selskapene ikke allokerer regnskapstallene til de forskjellige segmentene i årsregnskapene.

| Top 10 - Norway | | | Top 5 - United Kingdom | | Top 5 - North America | | Top 10 - Chile | |
|-----------------|-----------------------|------------------|-------------------------|----------------|-----------------------|----------------|-----------------------|----------------|
| | | H.Q. | | H.Q. | | H.Q. | | H.Q. |
| 1 | Marine Harvest | 210 200 | Marine Harvest | 60 200 | Cooke Aquaculture | 57 000 | Salmones Multiexport | 58 700 |
| 2 | Salmar | 135 200 | Scottish Seafarms | 31 000 | Marine Harvest | 39 400 | Cermaq** | 54 000 |
| 3 | Lerøy Seafood | 132 000 | The Scottish Salmon Co. | 25 300 | Cermaq** | 21 000 | Marine Harvest | 44 900 |
| 4 | Cermaq** | 48 000 | Cooke Aquaculture | 20 000 | Northern Harvest | 12 500 | Empresas Aquachile | 43 300 |
| 5 | Grieg Seafood | 40 900 | Grieg Seafood | 12 100 | Grieg Seafood | 9 600 | Pesquera Los Fiordos | 41 000 |
| 6 | Nova Sea | 40 700 | | | | | Australis Seafood | 39 100 |
| 7 | Nordlaks | 40 000 | | | | | Camanchaca | 30 800 |
| 8 | Norway Royal Salmon | 31 900 | | | | | Blumar | 27 000 |
| 9 | Alsaker Fjordbruk | 25 000 | | | | | Nova Austral | 24 500 |
| 10 | Bremnes Seashore | 24 000 | | | | | Invermar | 23 200 |
| | Top 10 | 727 900 | Top 5 | 148 600 | Top 5 | 139 500 | Top 10 | 386 500 |
| | Total | 1 087 000 | Total | 156 900 | Total | 145 500 | Total | 521 200 |
| | Share of total | 67 % | Share of total | 95 % | Share of total | 96 % | Share of total | 74 % |

Note: All figures in tonnes GWT for 2017

* UK and North American industry are best described by top 5 producers.

** Cermaq is a fully owned subsidiary of Mitsubishi Corporation

Figur 1 – Top 5-10 aktører innen oppdrett av atlantisk laks

Det er rundt 160 selskap som eier kommersielle tillatelser for laks i Norge, men mange av disse er eid eller kontrollert av hverandre. Det norske tilbudet er derfor produsert av rundt 100 aktører gjennom egenproduksjon eller datterselskaper. Dette høye antallet aktører grunner i at Norge historisk sett har prioritert desentralisering og lokalt eierskap. Det siste tiåret har bransjen imidlertid skiftet mot sammenslåinger og oppkjøp (M&A) i større grad. De ti største selskapene produserte i 2018 67,5% av matfisken i Norge mot under 20% i 1996 (Fiskeridirektoratet, 2019a). Dette understreker at de største aktørene har blitt større. Tabellen under lister opp noen av nøkkeltallene for 2018 fra de fire største, norske produsentene av laks.

| | SalMar | Lerøy | Grieg | MOWI |
|-----------------------------|---------|---------|--------|---------|
| Driftsinntekter | 11 343 | 19 838 | 7 550 | 36 581 |
| Operasjonelt driftsresultat | 3 460 | 3 567 | 1 099 | 5 441 |
| Total balanse | 15 136 | 28 374 | 8 142 | 49 373 |
| Egenkapital | 9 140 | 17 134 | 3 883 | 27 627 |
| Bokført gjeldsgrad | 40 % | 40 % | 52 % | 44 % |
| Slaktet volum laks | 142 500 | 137 733 | 74 623 | 375 237 |
| Antall ansatte | 1 479 | 4 589 | 732 | 14 537 |
| Antall konsesjoner | 100 | 156 | 88 | 609 |
| Utbytte pr aksje | 23 | 2 | 4 | 10 |

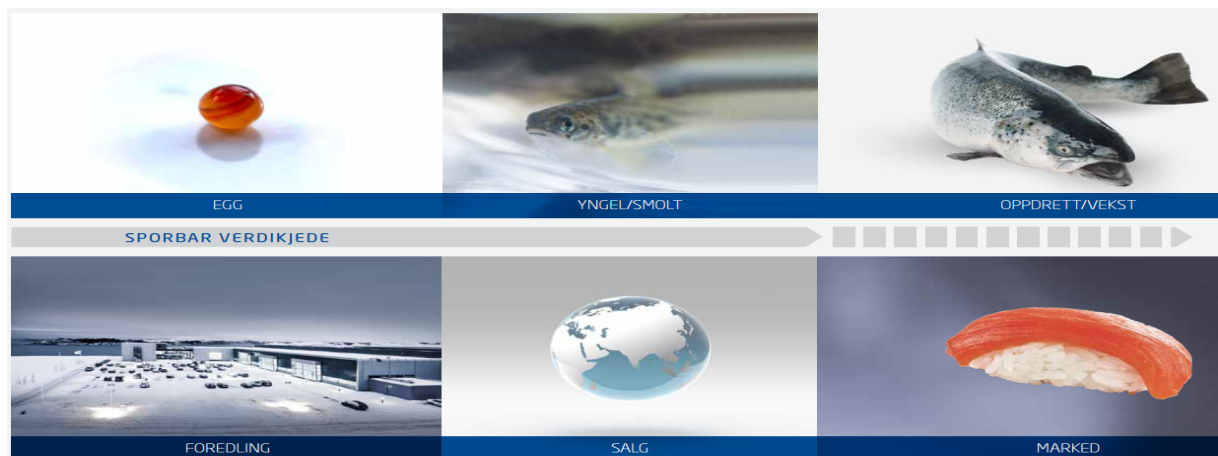
Tabell 1 – Nøkkeltall 2018

Lerøy står her med et lavere slaktet volum enn videre i utredningen. Dette skyldes at Lerøy også driver oppdrett av annen sjømat. Sammenligningen her viser slaktet laks, mens for at analysene og den relative verdsettelsen skal gi et mer riktig bilde vil totalt slaktet volum på

162 039 tonn benyttes videre. Det spriker stort mellom de største aktørene, men alle selskapene viser isolert sett god økonomisk stilling.

1.2.3 Verdikjeden

Produksjonssyklusen i lakseoppdrett tar rundt 2-3 år. Første produksjonsår skjer i ferskvann og går fra befruktning til fisken er 100-150 gram. Deretter fraktes fisken til sjøvann der den vokser til 4-5 kg på en 1-2 års periode avhengig av havtemperatur som er knyttet til årstider og region. Når laksen har nådd ønsket vekt, blir den transportert til foredling og deretter solgt. Denne produksjonssyklusen er generell og videre følger en detaljert beskrivelse som er sammensatt av SalMars årsrapport og MOWIs oppdrettshåndbok (SalMar ASA, 2018 og Marine Harvest ASA, 2018).



Figur 2 – SalMars verdikjede

EGG: Stamfisken gir rogn og melke som er grunnlaget for ny fisk, i form av en blanding som gir befruktet rogn. Man er derfor avhengig av stamfisk av kvalitet (villaks) og som ikke er genetisk forkludret. Det er derfor man tar rømming fra anlegg så alvorlig. Klekketiden er på 60 dager i 8 grader. Når rognene klekkes, frigjøres yngelen som har med seg mat i plommesekken for de første ukene.

YNGEL/SMOLT: Når plommesekken er brukt opp, flyttes yngelen fra klekkeriet og over i fiskekar, klar for startføring i 10-14 grader. Etter hvert som yngelen vokser, blir den sortert og plassert i større kar. Her blir den også vaksinert og siden transportert med brønnbåt til matfiskanleggene. Prosessen når settefisk går fra ferskvann til saltvann, kalles smoltifisering. I denne prosessen forandrer fisken farge og gjellene tilpasses det nye vannet.

OPPDRETT/VEKST: Oppdrett av smolt til matfisk skjer i merder som, tradisjonelt sett, er store notposer som henger fritt i sjøen holdt oppe av en flyteenhet. Fisken sorteres videre her og veksten avhenger av lys, fôr og vannkvalitet. Laksen er kaldblodig, noe som gjør den mye mer energieffektiv i produksjon sammenlignet med for eksempel fe og andre animalistiske proteinkilder da den ikke trenger å bruke energi på å holde varmen. Det gjør imidlertid at veksten avhenger kraftig av riktig temperatur i sjøen. Chile er en av Norges største konkurrenter i eksport av laks. Havtemperaturene der er noe høyere enn i Norge og gjør at produksjonsfasen er noen måneder kortere. Temperatur under 0 grader er dødelig for laksen, mens havtemperaturer over 14 grader øker faren for sykdommer betraktelig. Norge, med Golfstrømmen, er derfor særlig egnet for lakseoppdrett ettersom havtemperaturene holdes i dette intervallet året rundt.

FOREDLING: Etter ett år i sjøen er den første fisken klar for slakting. Den fraktes i saltvann ombord i brønnbåt til land. Etter slakting blir laksen bearbeidet til ulike nivåer og produkter. Tidligere ble laksen stort sett solgt head-on and gutted (HOG), enten frossen eller fersk. Aktørene har nå i stor grad økt omfanget av value-adding processing (VAP) for å øke oppnådd salgpris per kg og for å differensiere seg i markedet.

SALG: Laksen selges enten som HOG (fersk eller frosset), filetert, eller i form av andre produktvarianter (VAP) til markeder over hele verden (50 land) (SalMar ASA, 2017). SalMar legger vesentlig vekt på nærhet til markedet, og har derfor fast bemannede salgskontorer rundt i verden på strategiske plasser.

1.2.4 Tilbud

Norge står for 52% av det globale tilbudet av laks, etterfulgt av Chile med 28% (MOWI ASA, 2018). Detaljert beskrivelse følger i tabell 2. Mens Norge hadde en vekst på 3,8% fra 2017 til 2018, hadde Chile en vekst på hele 20,1%. Disse tallene representerer Norges sterke regulering av tilbud og Chiles mer liberale tilnærming. Markedet totalt økte tilbudet med 5,4% fra 2017 til 2018 (6,0% fra 2016 til 2017).

| (GWT) | 2018 | Relativ andel | 2017 | Endring i % |
|----------------|-----------|---------------|-----------|-------------|
| Norge | 1 128 100 | 52 % | 1 087 000 | 3,8 % |
| Andre i Europa | 215 600 | 10 % | 247 100 | -12,7 % |
| Total Europa | 1 343 700 | 62 % | 1 334 100 | 0,7 % |
| Chile | 609 700 | 28 % | 507 800 | 20,1 % |
| Nord Amerika | 147 500 | 7 % | 144 600 | 2,0 % |
| Total Amerika | 757 200 | 35 % | 652 400 | 16,1 % |
| Andre i verden | 75 700 | 3 % | 78 200 | -3,2 % |
| Totalt | 2 176 600 | 100 % | 2 064 700 | 5,4 % |

Tabell 2 – Globalt tilbud av laks

Kontali Analyse forventer en compounded annual growth rate (CAGR) på 4% fra 2017 til 2021 (Kontali Analyse, 2017). Pareto forventer en CAGR på 5% mellom 2016 og 2020 (EY, 2017). Historisk CAGR har vært på 8% fra 1995 til 2017, og 5% fra 2005 til 2017, altså nedadgående. Ved å vekte disse to estimatene likt, får man en gjennomsnittlig, forventet vekst på 4,5%. Hvis man gjør den ekstreme forutsetningen at denne veksten holder til 2050, får man et globalt tilbud på 8,9 mill. tonn i 2050. Hvis Norge opprettholder 52% av det globale tilbudet som de har i 2018, utgjør det 4,6 mill. tonn i 2050. Dersom SalMar opprettholder sin nasjonale markedsandel på 12,6%, så indikerer en antakelse om lineær vekst et slaktevolum på 194 tusen tonn i 2025, som er siste året av prognosene i verdsettelsen senere. Dette er ikke veldig langt unna Norges uttalte mål om 5 millioner tonn eksportert sjømat i 2050. Laks utgjør mesteparten av sjømateksporten, så på bakgrunn av forventet vekst, vil dette målet være oppnåelig. Det kan imidlertid være veldig naivt å anta at den sammen veksten skal opprettholdes til 2050. PwC sin CEO seafood survey avdekker at kun 1 av 3 respondenter tror på målet om 5 mill. tonn i 2050 (PwC, 2017). PwC sitt eget base-case estimat er på 3,3 millioner tonn i 2050, noe som til sammenligning gir SalMar et estimat på 180 tusen tonn i 2025 ceteris paribus.

1.2.5 Etterspørsel

EU står for 44% av etterspørselen av laks i 2018 (opp 3,7% fra 2017). De landene med størst vekst i 2018 er Russland, Sør Korea/Taiwan, Kina/Hong Kong og Brasil. Russland var tidligere et viktig marked for norsk laks, men er fortsatt preget av handelsrestriksjoner innført som en følge av Krim-konflikten i 2014. Kina utgjør en liten andel av markedet for norsk laks på grunn av restriksjoner på import av norsk laks fra utvalgte regioner. Disse restriksjonene ble opphevet i 2018, men venter fortsatt godkjenning fra kinesiske myndigheter.

| (GWT) | 2018 | Relativ andel | 2017 | Endring i % |
|-------------------|-----------|---------------|-----------|-------------|
| EU | 955 700 | 44 % | 921 200 | 3,7 % |
| Russland | 87 200 | 4 % | 69 800 | 24,9 % |
| Andre i Europa | 81 900 | 4 % | 79 500 | 3,0 % |
| Total Europa | 1 124 800 | 52 % | 1 070 500 | 5,1 % |
| USA | 427 900 | 20 % | 397 700 | 7,6 % |
| Brasil | 89 400 | 4 % | 79 900 | 11,9 % |
| Andre i Amerika | 122 700 | 6 % | 108 300 | 13,3 % |
| Total Amerika | 640 000 | 30 % | 585 900 | 9,2 % |
| Kina/Hong Kong | 101 700 | 5 % | 86 000 | 18,3 % |
| Japan | 53 900 | 2 % | 57 700 | -6,6 % |
| Sør Korea/Taiwan | 56 000 | 3 % | 45 500 | 23,1 % |
| Andre i Asia | 73 100 | 3 % | 83 500 | -12,5 % |
| Total Asia | 284 700 | 13 % | 272 700 | 4,4 % |
| Alle andre marked | 116 000 | 5 % | 108 800 | 6,6 % |
| Totalt | 2 165 500 | 100 % | 2 037 900 | 6,3 % |

Tabell 3 – Global etterspørsel av laks

Verden trenger mer mat. I år 2050 passeres sannsynligvis 9,8 mrd. mennesker (FN, 2018). 70% av kloden er dekket med vann og mindre enn 5% av mattilførselen kommer fra havet. Av disse 5% er kun en liten andel oppdrettslaks. Det forventes økt etterspørsel i BRICS-landene (Brasil, Russland, India, Kina og Sør-Afrika) som er befolkningsrike land. En voksende mellomklasse, særlig i Asia, kan påvirke etterspørselen etter norsk kvalitetslaks. Fisk er en rik næringskilde og krever mindre innsatsfaktorer og gir lavere CO_2 -avtrykk enn for eksempel rødt kjøtt (Marine Harvest ASA, 2018), noe som er essensielt med tanke på å dekke fremtidig globalt matbehov. Likevel, med dagens laksepriser er det ikke gitt at etterspørselen etter laks øker i takt med det globale matbehovet.

1.3 Presentasjon av SalMar ASA

SalMar er en av verdens største og mest effektive produsenter av oppdrettslaks og har hovedkontor på Frøya i Sør-Trøndelag, samme sted som SalMar ble etablert i 1991.

Visjon: Passion for Salmon.

Det settes fokus på «oppdrett på laksens egne betingelser og å være fremragende i alle ledd og elementer av produksjonen». Hele verdikjeden er kontrollert av selskapet: et fullintegrert system for oppdrett, slakting, foredling, salg og distribusjon (SalMar, 2018). Den operative virksomheten har to tydelige strategiske mål som utgjør kjernen i SalMars strategiske fundament:

1. Biologi skal være kostnadsledende – best på operasjonelle effektivitet

2. Salg og Industri skal sikre optimal anvendelse av laksen for å oppnå den best mulige prisen.

SalMar eier 100 lisenser for marin produksjon av atlantisk laks i Norge (68 i Midt-Norge og 32 i Nord-Norge). I tillegg eier de 62% av Arnarlax Ehf – Islands største lakseoppdretter og 50% av Norskott Havbruk AS, som igjen eier 100% av Scottisk Sea Farms Ltd (Storbritannias nest største produsent av laks).

1.3.1 Virksomhetsområder

Beskrivelsene i denne seksjonen er hentet fra SalMars årsrapport for 2018.

Yngel og Smolt – Settefiskproduksjon

SalMar produserer yngel og smolt i syv forskjellige anlegg i Midt- og Nord-Norge. Omtrent hele SalMars smoltproduksjon på 34 mill. smolt går med til å forsyne egne matfiskanlegg og det er god dekning av smolt med ønsket kvalitet. Det har i perioden 2015 – 2017 vært store investeringer for å utvide tre av anleggene. I tillegg planlegges det stor økning i produksjon på anleggene i Follafooss og på Senja de kommende årene som skal øke produksjonskapasiteten med ytterligere 18 mill. smolt (53% økning fra dagens nivå).

Oppdrett Midt-Norge (Møre og Romsdal, Trøndelag)

Lakseoppdrettere må ha konsesjoner for å drive kommersiell virksomhet. Andre ord som brukes er for konsesjoner er «lisenser» og «tillatelser». Disse begrenser produksjonsnivået i form av at hver konsesjon tillater en maksimalt stående biomasse i sjøen til enhver tid (MTB). Dette segmentet har 68 heleide konsesjoner (53 611 MTB tonn) og et slaktevolum på 100 100 tonn sløydvekt i 2018. Her slaktes ca. 9 000 tonn økologisk laks, noe som gjør SalMar til verdens største produsent av økologisk laks. De naturgitte betingelsene er veldig gode i dette området, med gunstig temperatur i vannet på grunn av Golfstrømmen, god utskiftning av sjøvann, samt god tilgang på gode lokaliteter. Særlige fokusområder i dette segmentet er bruk og utvikling av ikke-medikamentelle avlusningsmetoder til lusebekjempelse, kostnadseffektiv drift og høy etisk standard på dyrehold.

Oppdrett Nord-Norge (Troms, Finnmark)

Dette segmentet har 33 konsesjoner, herav 31 konvensjonelle, 1 grønn og 1 visningskonsesjon. I tillegg har SalMar Nord hatt samdrift på 2 FoU konsesjoner i 2018. SalMar Nord er den største

oppdrettsaktøren i Troms og Finnmark med aktivitet i 11 kommuner. Særlige fokusområder i dette segmentet er også her, avlusningsmetoder, men også fjernføring og kompetanseheving hos ansatte og læringer.

Salg og prosessering

Dette segmentet omsetter ca. 138 000 tonn laks og andre fiskebaserte produkter.

InnovaMar er konsernets hovedenhet for industriell prosessering og er lokalisert i hjertet av SalMar, på Frøya. Med en ledende utstyrspark for slakting og filetering, har de en slaktekapasitet på 75 000 tonn laks årlig på ett skift. En betydelig andel går til videre bearbeiding (VAP) før det sendes til kunder og konsumenter over hele verden. InnovaMar og deleide Vikenco AS produserer i overkant av 42 000 tonn bearbeidede produkter målt i produktvekt i 2018. I 2018 ble det vedtatt bygging av nytt slakteri og foredlingsanlegg i Nord-Norge, InnovaNor. Dette vil bli tatt i bruk første halvår 2021. Dette vil styrke selskapets utvikling i segment Nord-Norge og vil også bidra til kvalitetssikring av verdikjeden ved at det bygges ut anlegg ut fra SalMars verdier og kvalitetsmål.

1.3.2 Tilknyttede selskap

Arnarlax er et ungt, Islandsk oppdrettsselskap. SalMar har etter kjøp av aksjer 14. februar 2019 en kontrollerende eierandel på 54,2% i dette selskapet og har fremsatt tilbud på de gjenværende aksjene også. Resultatene har variert mye de siste årene og bærer preg av oppstarts- og tilpasningsutfordringer. Operasjonelt driftsresultat i 2018 var på minus 78,9 MNOK (pluss 60,2 MNOK i 2017). Selskapet slaktet 6 700 tonn i 2018 (9 700 tonn i 2017). Arnarlax forventer å slakte rundt 10 000 tonn laks i 2019.

SalMar kontrollerer 50% av Norskott Havbruk og dermed 50% av det heleide datterselskapet Scottish Sea Farms som driver oppdrett av laks på Skottland, Orknøyene og Shetland. Til tross for nedgang i slaktevolum fra 2017, gav god underliggende drift høye slaktevekter, god prisoppgang og kostnadsforbedringer. Operasjonelt driftsresultat i 2018 var på 661 MNOK (669 MNOK i 2017). Selskapet slaktet 27 500 tonn i 2018 (31 000 tonn i 2017). Norskott Havbruk forventer å slakte rundt 30 000 tonn i 2019.

Slaktevolum fra tilknyttede selskap konsolideres ikke med SalMar ASA i denne utredningen.

2 Teori og metode

På bakgrunn av SalMars selskapsstruktur, bransje, politikk og tilgjengelige data, benyttes enterprise discounted cash flow model (EDCF) som verdsettelsesmodell. I tillegg benyttes komparativ verdsettelse til å støtte opp eller korrigere den estimerte verdien. Dette kapittelet beskriver teori for å gjennomføre verdsettelsen, samt diskuterer en eventuell bruk av andre kjente verdsettelsesmodeller og deres relevans for denne verdsettelsessituasjonen. Basis for teori og utførelse i denne verdsettelsen bygger på rammeverket til McKinsey & Company Inc., Koller, Goedhart og Wessels (2015).

2.1 Enterprise discounted cash flow (EDCF)

DCF er en fundamental verdsettelsesmodell: man ønsker å fastslå en verdi basert på analyse av underliggende faktorer som påvirker selskapet isolert sett. Det forutsettes at de ulike fundamentale verdsettelsesmodellene gir samme verdi, men at å velge «riktig» modell for det spesifikke selskapet reduserer faren for potensielle feil. Bruken av DCF er høy blant praktikere og akademikere da modellen baserer seg på faste kontantstrømmer inn og ut av selskapet fremfor resultatene fra regnskapet som er preget av engangshendelser og avsetninger.

Frie kontantstrømmer betyr her kontantstrømmene tilgjengelig for alle investorer, både i egenkapital og ikke-egenkapital. DCF fungerer derfor best for selskap som har en relativ konstant gjeldsandel, eller at gjeldsandelen utgjør en forsvinnende liten andel av selskapsverdien slik at kapitalstrukturen har minimal innvirkning på WACC. Sistnevnte er aktuelt for SalMar.

De frie kontantstrømmene skilles mellom en vekstfase og en stabil fase. Det utarbeides årlige, detaljerte prognoser for vekstfasen ut fra historiske rådata. Rådataen gjøres om til anvendelige regnskap som skiller operasjonelle og ikke-operasjonelle element. Historisk og strategisk analyse gir grunnlag for valg av drivere og vekstfaktorer. Regnskapene reorganiseres for å kalkulere NOPLAT (net operating income less adjusted tax) og avkastning på investert kapital (ROIC). De reorganiserte regnskapene brukes deretter for å estimere fremtidige kontantstrømmer i vekstfasen som kan strekke seg over 5-20 år alt etter hva som er hensiktsmessig. utfordringer med valg av tidsperiode gjelder som for andre verdsettelsesformål – lenger periode gir mer data, men gir også mer usikkerhet rundt om kvaliteten på denne.

Kontantstrømmen fra stabil fase estimeres ut fra en terminalverdi som er basert på at fri kontantstrøm har uendelig vekst.

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

Formel 1 – Terminalverdi

Diskonteringsraten r er i dette tilfellet WACC (weighted average cost of capital). g er forventet vekstrate for de frie kontantstrømmene i stabil fase. Terminalverdi er da summen av alle fremtidige kontantstrømmer etter vekstperioden.

De frie kontantstrømmene fremover diskonteres med WACC som er et kapitalvektet snitt av kapitalkostnadene for all investert kapital. Slik kommer man frem til en selskapsverdi. Etter at man trekker fra gjeld og andre ikke-egenkapitalverdier, kommer man frem til egenkapitalverdien for selskapet. Etersom kontantstrømmene estimeres ut fra operasjonelle aktiviteter, må man verdsette ikke-operasjonelle verdier i tillegg og tilføre disse til egenkapitalverdien. Denne divideres deretter på antall utestående aksjer for å komme frem til verdi per aksje.

2.2 Kapitalkostnad

Kapitalkostnaden beregnes for å estimere et avkastningskrav som fremtidige kontantstrømmer diskonteres med. Denne utredningen bruker som sagt WACC som kapitalkostnad. WACC representerer den gjennomsnittlige avkastningen alle investorer krever for å binde kapital til selskapet, med andre ord hva en investor kan forvente å få i avkastning på en annen investering med lik risiko. Utregningen gjøres ved å legge sammen egenkapitalkravet og gjeldskravet etter skatt, vektet med den respektive andelen av markedsverdiene av henholdsvis egenkapital og rentebærende gjeld.

$$WACC = r_E * \frac{E}{D + E} + r_D * \frac{D}{D + E} (1 - t)$$

Formel 2 – WACC

Egenkapitalkostnad er fastsatt ved å estimere forventet avkastning på markedet, justert med selskapets egen risiko. Denne verdsettelsen benytter capital asset pricing model (CAPM) i beregning av egenkapitalkostnad og en implisitt metode for gjeldskostnad.

$$r_E = r_f + \beta_E \times [E(r_m) - r_f]$$

Formel 3 – CAPM

2.3 Komparativ/relativ verdsettelse

Et av alternativene til fundamental verdsettelse er relativ verdsettelse. Ved å kalkulere multipler av relevante variabler kan man estimere hva verdien av selskapet burde være ut fra sammenlignbare selskaper. Modellen forutsetter at like eiendeler skaper lik verdi. Relevante økonomiske multipler kan være P/E, EV/NOPLAT, P/B, mv. Man kan også benytte multipler basert på kritiske innsatsfaktorer. I SalMars tilfelle kan dette være antall slaktet GWT, antall konsesjoner eller antall ansatte. Dette er en relativt enkel verdsettelsesmodell som krever mye mindre innsats enn de absolutte verdsettelsesmodellene. Det kreves imidlertid at man er nøye i utvelgelsen av de sammenlignbare selskapene. Utvalget bør være stort nok, men samtidig kun inneholde relevante selskap i samme industri med relevant fortjeneste målt i ROIC og vekst. Modellen benyttes her for å supplere EDCF med et overordnet inntrykk av SalMars verdsettelse sammenlignet med bransjen.

2.4 Andre verdsettelsesmodeller

Utbyttmodellen

DDM (discounted dividend model) er en av de mest grunnleggende av de fundamentale verdsettelsesmodellene. Modellen beregner selskapets verdi ved å diskontere forventede utbytter for aksjeeierne. Begrunnelsen for å bruke denne modellen er at utbyttene representerer de faktiske kontantstrømmer til aksjonærene og derfor vil disse kontantstrømmene gi et godt estimat for hvor mye aksjene er verdt. Denne modellen avhenger imidlertid av at SalMar utbetaler stabile og forutsigbare utbytter, noe historikken viser at de ikke gjør.

| (NOK) | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 |
|-----------|------|------|------|------|------|------|
| Per aksje | 23 | 19 | 12 | 10 | 10 | 8 |

Tabell 4 – Utbytte SalMar 2014- 2019

Adjusted Present Value model

Hvis kapitalstrukturen forventes å endres over tid vil en DCF verdsettelse med konstant WACC over- eller undervurdere skattelette av gjeldsrenter. Løpende korrigering av WACC er veldig omstendelig og derfor kan man benytte APV-modellen. Denne modellen deler verdsettelsen av den operasjonelle virksomheten i to deler: verdsettelse som om selskapet var kun egenkapitalfinansiert og verdien av skattelette som kommer av gjeldsfinansiering. Kontantstrømmene fra disse komponentene diskonteres med kapitalkostnad for egenkapitalen.

Cash flow-to-equity valuation model

CFE-modellen verdsetter egenkapitalen direkte ved å diskontere kontantstrøm til egenkapital med kapitalkostnad for egenkapital. Denne modellen kan være vanskelig å bruke i praksis ettersom kapitalstrukturen påvirker kontantstrømmene. Modellen brukes oftere i selskap som har sitt virke i finansiering, slik som finansielle institusjoner.

Opsjonsbasert verdsettelse

Opsjonsbasert verdsettelse benytter opsjonsprisings-rammeverk for å estimere egenkapitalverdien i et selskap. Disse modellene behøver en større mengde kvalitativ data enn de modellene som bygger på historiske regnskap.

2.5 Metode

2.5.1 Innsamling av data og kildekritikk

All benyttet data er offentlig tilgjengelig sekundærdata. Finansiell data er hentet fra selskapenes offentlige, historiske årsregnskap som er revidert av uavhengig revisor. Disse anses derfor som svært pålitelige. Aksjepriser og Oslo Børs Indeks (OSEBX) er hentet fra Netfonds sine åpne sider. Dette er uavhengig, offisiell rådata og anses derfor også som svært pålitelig. Forward prisene på laks og historiske laksepriser er hentet fra Fish Pool. Der de historiske lakseprisene er allmenn kjent, er forward prisene Fish Pool sin egen vurdering/beregning av futurespriser (Misund, Aasche og Øglend, 2016). Fish Pool er likevel en anerkjent aktør som benyttes bredt i analysebransjen og blant oppdrettsaktørene selv, og representerer en tung kilde av fremtidige laksepriser. Risikofri rente er hentet fra Norges bank sine nettsider. Det er også benyttet anerkjente offentlige publiseringer slik som PwC sin årlige rapport «Risikopremien i det norske markedet 2018» og MOWI sin årlige 2018 publisering av «Salmon Farming Industry Handbook». PwC er en relativt uavhengig aktør som gjør markedsundersøkelser.

Markedsundersøkelsene gir kun et bilde av hva intervjuobjektene subjektive mening er, men resultatene fra undersøkelsen sammenfaller med norske normer og historikk. MOWI sin håndbok er anerkjent i bransjen, men data og informasjon herfra behandles varsomt på lik linje som annen data fra nettsider, aviser, analytikere, undersøkelser og inhabile rapporter.

2.5.2 Datanalyse

Verdsettelse ved å bruke EDCF modellen og relativ verdsettelse er en relativt grunnleggende operasjon. Verdsettelsen bruker først og fremst kvantitative data, utdypet i historisk analyse. Disse er i hovedsak hentet fra selskapenes historiske regnskap, historiske aksjepriser og indekser. Det suppleres i tillegg med kvalitative data, utdypet i strategisk analyse. I hovedsak er disse hentet fra årsrapporter og andre relevante rapporter fra SalMar og andre aktører i markedet. I den strategiske analysen benyttes PESTEL-rammeverket og «Porters Fem Krefter». Disse anses som tilstrekkelig for å gi en romslig vurdering av SalMars posisjon i markedet videre. Som elektronisk analyseverktøy benyttes Microsoft Excel.

2.5.3 Forutsetninger og mangler

Alle beløp i analysen er i mill. NOK (MNOK) med mindre annet er oppgitt. Det forutsettes at alle selskapene ønsker å maksimere selskapets verdi og dermed at alle lisenser benyttes og at det jages mot 100% utnyttelsesgrad av MTB (maksimalt tillatt biomasse). For å estimere priser per kilo forutsettes det at all slaktet fisk selges til gjennomsnittlig forventet pris. Begrepet laks i denne utredningen refererer til atlantisk laks som er den vanligste formen oppdrettslaks.

For å få et enda bredere historisk datagrunnlag kan man øke dataområde til mer enn 5 år. Dette kan imidlertid være en situasjon som tilfører mer støy. SalMar har økt slaktekapasitet mye på grunn av M&A og vurderingen er at 5 år er representativt for hvordan SalMars posisjon har vært og vil bli. Ved å benytte flere verdsettelsesmodeller kan man få et bredere grunnlag for estimat av aksjepris. Som nevnt vil det likevel være fordelaktig å benytte modeller som passer selskapet og bransjen. Bruk av to verdsettelsesmodeller anses derfor som tilstrekkelig. For enda bedre prognoser ville det vært hensiktsmessig å oppsøke førstehåndsinformasjon fra SalMar. Denne informasjonen kunne bekreftet/avkreftet noen av valgene man gjør i utarbeidelse av prognosen.

3 Historisk analyse

Formålet med dette kapitlet er å identifisere vekstpotensialet til SalMar basert på historiske tall for selskapet, og sammenligne disse mot en peer-gruppe. Denne innsikten vil brukes videre i estimering av fremtidige regnskap og dermed også i estimering av fremtidige kontantstrømmer. Måten analysen gjøres på er å kalkulere ROIC, samt undersøke finansielle og underliggende nøkkeltall. Det er benyttet en tidsavgrensning på 5 år (2014 – 2018), noe som tidligere er vurdert som tilstrekkelig.

3.1 Valg av peer-gruppe

For at peer-gruppen skal være representativ må den inneholde relevante selskap. Utvalget av peer-gruppen ble i seksjon 1.2.2. valgt til MOWI, Lerøy og Grieg. Det er få selskap i SalMars størrelsesorden. Lerøy er det mest nærliggende selskapet å sammenligne med, men for å ha et bredere utvalg inkluderes MOWI og Grieg. Selv om et større utvalg generelt er bedre, må det også være et poeng i å øke utvalget. Å inkludere flere av de mindre selskapene slik som Nova Sea, Nordlaks og Norway Royal Salmon kan i verste fall føre til at peer-gruppen gir et feil sammenligningsgrunnlag i og med at vekten skiftes mot mindre selskap som kanskje ikke er i samme situasjon som SalMar med tanke på verdikjede og investeringer. Grieg tas med som en representant fra dette segmentet i og med at de har en relativt lik verdikjede, samt at de har en del virksomhet i utlandet som gjør at de overordnet er et større selskap og dermed ligner mer på SalMar enn de andre i det «mellomstore» aktørsegmentet.

3.2 Reorganisering av årsregnskapene

Resultat og balanse reorganiseres for å lettere analysere historikk. Poster som ikke anses som operasjonelle overses og det samme gjør kapitalstrukturen. Rammeverket til Koller et al (2015) benyttes videre.

3.2.1 NOPLAT

“Net operating profit less adjusted tax” er operasjonell fortjeneste justert for skatt. Dette er et bedre måletall i denne sammenheng enn årsresultat da sistnevnte inneholder aktivitet utenfor kjerneområdet, engangshendelser og finansposter. For SalMar er det tatt følgende hensyn:

- Verdijusteringer av resultatet trekkes ut ettersom disse er knyttet til stående biomasse og derivater.
- Inntekt på investering i tilknyttet selskap (utbytte) trekkes ut.

- NOPLAT hensyntar ikke kapitalstruktur, derfor ekskluderes finanspostene.
- Posten «skattekostnad» inneholder endring i utsatt skatt, noe som ikke påvirker kontantstrømmen.

Andre NOPLAT-justeringer som fremkommer av notene (SalMar, 2018):

- Inntektsførte, offentlige enkelttilskudd er trukket fra salgsinntekt.
- 100 MNOK knyttet til leie av båter ble klassifisert som annen driftskostnad i 2018, mens de tidligere lå under varekost. Disse er flyttet til varekost for konsistens.
- Det var vært to bytter av CEO i perioden, hver med etterlønn på seks måneder. Et estimat av lønnskostnader knyttet til dette er trukket ut.
- Det er trukket ut endring i avsetning for tap på krav.
- Resultatførte kostnader knyttet til R&D er trukket ut.

For å ha et konsistent sammenligningsgrunnlag vil peer-gruppen også følge de samme forutsetningene som nevnt over med mindre det forekommer store forskjeller i klassifisering. NOPLAT-beregningen standardiseres også i den grad det er mulig, slik at det blir lettere å gjøre en intuitiv sammenligning på tvers av selskapene.

3.2.2 Investert kapital

Balansen omstruktureres slik at man mer nøyaktig kan vise kapital brukt på operasjonelle aktiviteter og finansieringen som er knyttet til disse investeringene.

$$\begin{array}{ccccccccc} \text{OA} - \text{OL} & & \text{NOA} & & \text{Total} & & \text{D} + \text{DE} & & \text{E} + \text{EE} \\ \text{Invested} + \text{Nonoperating} & = & \text{Funds} & = & \text{Debt and} & + & \text{Equity and} \\ \text{Capital} & & \text{Assets} & & \text{Invested} & & \text{Its Equivalents} & & \text{Its Equivalents} \end{array}$$

Formel 4 – Investert kapital

Investert kapital består her av netto arbeidskapital, anleggsmidler og goodwill. I ROIC-opstillingen skilles det mellom med og uten goodwill. Analysen med goodwill måler selskapets evne til å skape verdi etter M&A. Analysen uten goodwill måler konkurranseevnen til selskapets hovedaktivitet. For SalMar er det tatt følgende hensyn:

- Av kontantbeholdningen er det praksis å anslå at den operasjonelle kontantbeholdningen utgjør den minste verdien av enten balanseført kontantbeholdning

eller 2% av salgsinntekt. For SalMar ligger kontantbeholdningen noe over 2% av salget og dermed utelates overskytende kontantbeholdning fra investert kapital.

- Finansielle investeringer er i all hovedsak knyttet til investeringer i tilknyttede selskaper. Disse klassifiseres som ikke-operasjonelle, men trekkes inn i verdsettelsen når SalMars selskapsverdi skal beregnes.

3.3 ROIC-analyse

ROIC viser selskapets evne til å generere kapital på investeringer gjort av både aksjeholdere og lånegivere.

$$ROIC = \frac{NOPLAT}{Invested\ Capital} = \frac{NOPLAT}{Working\ Capital + Fixed\ Assets}$$

Formel 5 – ROIC

NOPLAT fremkommer ved å reorganisere resultatet og historisk NOPLAT for alle selskapene i peer-gruppen finnes i vedlegg A. Investert kapital fremkommer ved å reorganisere balansene og historisk investert kapital finnes i vedlegg B. For sammenligningen skyld er årsregnskapene standardisert og det er benyttet norsk bedriftsskattesats for det aktuelle året for alle selskapene. Tabell 5 viser en oppsummering av ROIC, aktuelle nøkkeltall og regnskapsverdier i relativ størrelse målt per kilo slaktet laks. Denne sammenstillingen bidrar til å analysere SalMars historiske drift sett opp mot industrien ellers og gir nyttig innspill til prognosene som estimeres i neste kapittel.

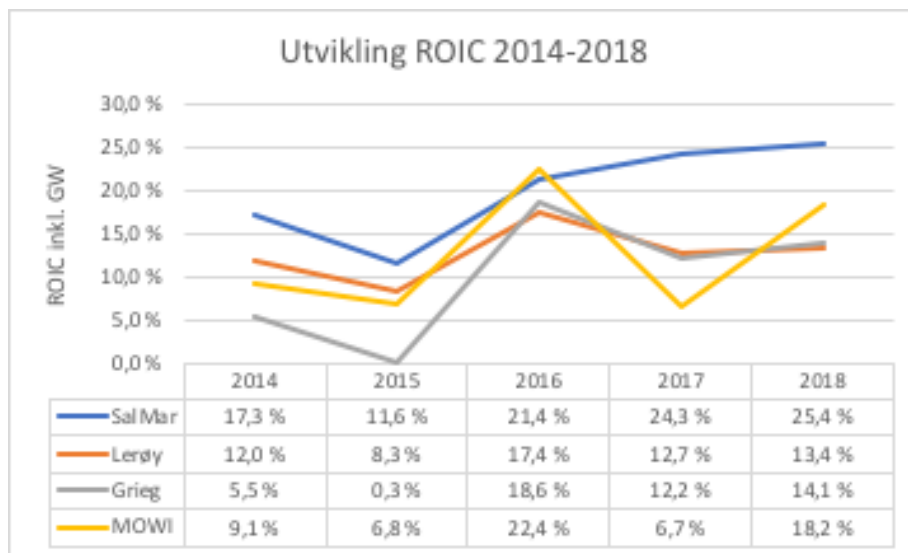
For enkelhets skyld benyttes gjennomsnittstall for perioden 2014-2018. Alle selskapene er i samme marked og påvirkes stort sett av de samme markedskreftene. Selskapene er rangert fra 1-4 der 4 er det meste effektive selskapet i den enkelte kategorien. Som det fremkommer av rangeringen kommer SalMar best ut i alle nøkkeltallene bortsett fra driftsinntekter/kg. Dette kan indikere at selskapet har mindre potensiale for reduksjon av kostnader enn peer-gruppen, noe som sammenfaller med selskapets uttalte mål om å være bransjens mest kostnadseffektive. Trenden for samtlige er en negativ utvikling i 2014 og 2015, før hele industrien får et stort løft i 2016 og holder veldig gode tall fra 2016-2018. Denne eksplosjonen hører sammen med det ekstreme spranget i lakseprisen i 2016.

| | SalMar | Lerøy | Grieg | MOWI | Rangering |
|------------------------------|---------|---------|--------|---------|-----------|
| ROIC inkl. GW | 20,0 % | 12,8 % | 10,1 % | 12,7 % | 4 |
| ROIC ekskl. GW | 21,0 % | 14,7 % | 10,3 % | 13,6 % | 4 |
| EBITA margin | 30,5 % | 18,8 % | 14,2 % | 22,3 % | 4 |
| NOPLAT margin | 20,5 % | 13,0 % | 9,1 % | 14,1 % | 4 |
| Slaktet volum | 134 140 | 157 189 | 66 416 | 393 045 | |
| Antall lisenser | 100 | 149 | 95 | 576 | |
| Slaktet volum per lisens | 1 341 | 1 059 | 702 | 672 | 4 |
| Driftsinntekter/kg | 68,5 | 104,3 | 90,2 | 80,5 | 1 |
| Varekostnad/kg | 30,1 | 60,0 | 47,8 | 39,8 | 4 |
| Lønnskostnad/kg | 6,5 | 12,2 | 6,8 | 10,5 | 4 |
| Annen driftskostnad/kg | 10,7 | 12,0 | 22,0 | 11,6 | 4 |
| EBITA/kg | 18,5 | 16,9 | 10,7 | 15,2 | 4 |
| Av- og nedskrivning/kg | 2,8 | 3,3 | 2,9 | 3,3 | 4 |
| NOPLAT/kg | 14,5 | 14,0 | 9,0 | 11,7 | 4 |
| ONWC/kg | 26,1 | 36,6 | 39,8 | 37,7 | 4 |
| Investert kapital inkl GW/kg | 70,8 | 105,7 | 84,0 | 89,4 | 4 |
| | | | | | 3,8 |

Tabell 5 – Gjennomsnittlig ROIC

3.3.1 ROIC

Når selskapene kan opprettholde en høy ROIC vil det tilføre selskapet verdi. I et perfekt marked vil konkurransekraftene redusere ROIC til den tilsvarer kapitalkostnaden (Koller et al, 2015). Denne bransjen representerer derimot ikke et perfekt marked og vi ser av figur 3 at ROIC har økt for hele gruppen i perioden 2014 til 2018. Dette kan forklares av de strenge reguleringene av markedet for nettopp å beskytte aktørene og dermed bidra til utvikling og kompetanseheving i den norske lakseindustrien. Med tanke på rentenivåer og bransjeutvikling de siste 5 årene, kan man intuitivt anta at så lenge selskapene har en tosifret ROIC så vil denne overstige WACC og dermed føre til at selskapet tilføres verdi. SalMar har en tosifret, økende ROIC i hele perioden bortsett fra i 2015 som var et tøft år for alle i bransjen. Grieg opplevde nok verdireduksjon i 2014 og i alle fall i 2015.



Figur 3 – Utvikling ROIC 2014 – 2018

Matindustrien har historisk ligget rundt 12% ROIC (Standard & Poor's og Morgan Stanley Capital International, 2004). Det finnes lite data på laksenæringen, men hvis man tar utgangspunkt i matindustrien som proxy, ser man fra gjennomsnittene de siste 5 årene at peergruppen ligger rundt 15% ROIC med unntak av SalMar som er stabilt oppe på 20%-tallet. Dette underbygger at oppdrettsnæringen, og særlig SalMar, er i en fase med veldig god avkastning.

3.3.2 Produksjon

Selskapenes slaktet volum og antall lisenser har ligget relativt stabilt i perioden. Dette underbygges av at det er vanskelig å få nye lisenser og at det virker som om de største aktørene i bransjen har nådd et slags maks-tak for produksjon. Grieg har økt sitt slaktet volum per lisens med 21% fra 2014 til 2018, men det er ut fra et relativt lavt forholdstall i utgangspunktet, samt at antall lisenser er redusert i perioden. SalMar sin utnyttelse av lisensene målt konkret i slaktet volum er veldig god sammenlignet med resten av gruppen. Utnyttelsesgraden er 25% høyere enn nummer to – Lerøy og nesten dobbelt så høy som Grieg og MOWI. Det er vanskelig å forvente særlig effektivitetsforbedring for SalMar sin del på dette området.

| (Slaktet volum per lisens) | Snitt | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------|
| SalMar | 1 341 | 1 425 | 1 352 | 1 156 | 1 364 | 1 410 |
| Lerøy | 1 059 | 1 039 | 1 024 | 1 029 | 1 080 | 1 122 |
| Grieg | 702 | 848 | 711 | 647 | 654 | 647 |
| MOWI | 672 | 617 | 669 | 684 | 717 | Ikke tilgj. |

Tabell 6 – Slaktet volum per lisens 2014 – 2018

Med forbehold om at alle selskapene ønsker å utnytte MTB i lisensene de eier, kan man gå ut fra svingningene i slaktet volum skyldes faktorer utenfor selskapets kontroll, slik som temperaturer i vannet, rømminger og andre biologiske forhold slik som dagens aktualitet – alger. Større forventninger om utvikling her må sees direkte mot forventninger vedrørende lisenser og da konvertering av utviklingslisenser. I tillegg er det rimelig å forvente en liten økning i slaktet volum per lisens som følge av «trafikklyssystemet» som tillater selskapene å øke MTB per lisens i grønne områder. Utdyping av trafikklyssystemet følger i seksjon 4.1.6.

3.3.3 *Inntekter*

Som følge av produksjonsflaskehalsen nevnt over, må SalMar selv øke driftsinntektene ved å oppnå høyere fortjeneste per kg. SalMar er rangert med lavest driftsinntekter per kg og har i gjennomsnitt oppnådd kun 2/3 av Lerøy som står med høyest margin. Samtlige aktører opplever en kraftig økning i 2016 som er forbundet med økning i laksepris.

| (Driftsinntekter per kilo) | Snitt | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|------|------|
| SalMar | 68,5 | 79,6 | 80,0 | 78,1 | 53,7 | 51,0 |
| Lerøy | 104,3 | 122,7 | 118,0 | 115,0 | 85,5 | 80,2 |
| Grieg | 90,2 | 101,2 | 112,4 | 102,0 | 71,0 | 64,4 |
| MOWI | 80,5 | 97,5 | 91,9 | 85,7 | 66,4 | 61,0 |

Tabell 7 – Driftsinntekter per kilo 2014 – 2018

Ettersom laks antas å være et forholdsvis homogent produkt, vil innsats mot VAP gjøre utslag. Lakseprisen er på mange måter prisdrevet på markedet, men den premien selskapene oppnår utover denne prisen har sammenheng med satsning i VAP-segmentet. Lerøy er veldig fokusert i dette segmentet, noe som gjør utslag i oppnådd salgpris. SalMar gjør også store investeringer gjennom InnovaNor og det forventes følgelig at dette gir utslag når produksjonen herfra er i gang (SalMar, 2018).

3.3.4 *Kostnader*

Varekostnadene har sammenheng med driftsinntektene på grunn av slaktet volum. Selv om SalMar er rangert lavest på inntektssiden, er også varekostnadene, lønnskostnadene og andre driftskostnader per kg lavere enn resten av peer-gruppen. Følgelig medfører økt innsats mot VAP-segmentet en økt innsats på kostnadssiden.

| (Common size resultat) | Snitt | SalMar | Lerøy | Grieg | MOWI |
|--------------------------------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| Salgsinntekt | 100 % | 100 % | 100 % | 100 % | 100 % |
| Varekostnad | 52 % | 44 % | 58 % | 54 % | 50 % |
| Driftskostnader | 31 % | 29 % | 26 % | 36 % | 32 % |
| Lønnskostnad | 10 % | 10 % | 11 % | 8 % | 13 % |
| Annen driftskostnad | 16 % | 16 % | 11 % | 25 % | 14 % |
| Av- og nedskrivning av varige DM | 4 % | 4 % | 3 % | 3 % | 4 % |
| Operasjonelt driftsresultat | 18 % | 26 % | 16 % | 11 % | 18 % |
| Netto ikke-operasjonelle driftsinnt. | 2 % | 4 % | 2 % | 2 % | 0 % |
| EBIT | 19 % | 30 % | 17 % | 12 % | 18 % |
| Netto finansposter | -2 % | -1 % | -1 % | -1 % | -4 % |
| EBT | 18 % | 29 % | 16 % | 11 % | 14 % |
| Skatt | 4 % | 6 % | 3 % | 2 % | 4 % |
| Årsresultat | 14 % | 23 % | 13 % | 9 % | 10 % |

Tabell 8 – Common size resultat 2014 – 2018

Ved å sammenligne common size resultater understrekes indikasjonen på at SalMar får mer igjen for hver krone brukt på varekostnader. Ut fra dette kan man reflektere rundt om et økt fokus på VAP isolert sett vil være lønnsomt. Den strategiske analysen fastslår imidlertid at på grunn av bransjens hurtige utvikling og vekst må man gjøre de investering og strategiske valg som trenger for å følge med. Å ikke fokusere på VAP vil gi konkurrentene et fortrinn når markedet lenger ned på veien differensierer merkevarene i større grad. I tillegg vil selskapet med en større posisjonering og bredere produktportefølje kunne stille sterkere i møte med nye globale markeder.

3.3.5 Vekst

ROIC-analysen indikerer at SalMars vekstpotensial innenfor nåværende rammer er lav. Selskapet leverer allerede bransjeledende marginer og gir investorer god avkastning på investert kapital. Antall lisenser og slaktet volum har generelt ligget stabilt de siste 5 årene på grunn av antall lisenser og årsaken til den enorme veksten skyldes da implisitt pris.

| (Nøkkeltall vekst) | Snitt | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 |
|----------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Antall lisenser | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| Slaktet volum | 134 140 | 142 500 | 135 200 | 115 600 | 136 400 | 141 000 |
| % endring | 2,8 % | 5,4 % | 17,0 % | -15,2 % | -3,3 % | 10,2 % |
| Historisk laksepris per kg | 53,4 | 60,8 | 60,9 | 63,1 | 42,1 | 40,3 |
| % endring | 10,5 % | -0,2 % | -3,6 % | 50,0 % | 4,4 % | 1,8 % |
| Driftsinntekter | | 11 343 | 10 817 | 9 030 | 7 327 | 7 186 |
| % endring | | 4,9 % | 19,8 % | 23,2 % | 2,0 % | 15,0 % |
| Historisk snitt NOK/EUR | 9,11 | 9,60 | 9,33 | 9,30 | 8,95 | 8,36 |
| % endring | 4,3 % | 2,9 % | 0,4 % | 3,9 % | 7,1 % | 7,1 % |
| Historisk snitt NOK/USD | 7,84 | 8,14 | 8,27 | 8,40 | 8,06 | 6,30 |
| % endring | 7,2 % | -1,7 % | -1,6 % | 4,2 % | 28,0 % | 7,2 % |

Tabell 9 – SalMars nøkkeltall for vekst 2014 – 2018

Historisk vekst har generelt vært veldig høy. Driftsinntektene er i hovedsak et produkt av salgpris og slaktet volum. Tabell 10 viser hvilke drivere som har sørget for at driftsinntektene har økt med 57,8% siden 2014 selv om slaktet volum i 2018 var på tilsvarende nivå som i 2014.

| (Hovedinntektsdriver) | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 |
|-----------------------|------|------|------|------|------|
| Slaktet volum | x | x | | | x |
| Laksepris | | | x | | |
| Svekket NOK | | | x | x | x |

Tabell 10 – SalMars hovedinntektsdrivere 2014 – 2018

Når det er sagt kan man ikke forvente at NOK svekkes ytterligere mot de primære utenlandske valutaene. På lang sikt, snarere motsatt. Spot-pris for laks forventes heller ikke å øke de neste årene. Prognose for pris diskuteres i kapittel 5.

3.4 Konklusjon fra historisk analyse

Alle marginene i oppstillingen beskriver situasjonen til SalMar på forskjellige måter. SalMar rangeres øverst i samtlige forholdstall og underbygger selskapets agenda med å være den mest kostnadseffektive aktøren i oppdrettsnæringen. SalMars ROIC ligger forholdsvis langt over konkurrentene noe som betyr høy avkastning på investeringene i selskapet. Det kan virke som om SalMars vekstpotensial innenfor nåværende rammer er nådd og at selskapet nå er avhengig av å skaffe flere lisenser enten gjennom konvertering av utviklingslisenser eller M&A. At SalMar investerer i verdikjeden medfører ikke nødvendigvis utslag i ROIC da analysen indikerer økt omsetning og tyngre balanse gjennom økt investert kapital. Investeringene fører imidlertid til en kapasitetsøkning i verdikjeden som muliggjør fremtidig vekst i slaktevolum og er en forutsetning for å kunne opprettholde de marginene som foreligger i dag.

4 Strategisk analyse

Dette kapitelet vil undersøke SalMars strategiske posisjon i markedet. I analysen vil det benyttes PESTEL-rammeverket for å kartlegge makroomgivelsene til oppdrettsbransjen og Porters Fem Krefter for å analysere SalMars konkurranseomgivelser. De kvalitative resultatene oppsummeres i et SWOT-rammeverk som tas videre inn i prognosene som danner grunnlag for fremtidige kontantstrømmer.

4.1 PESTEL

PESTEL-rammeverket gir et overordnet bilde av hvilke makrofaktorer som SalMar og bransjen forøvrig er påvirket av historisk, men også fremover. Innholdet PESTEL-rammeverket er forhold av følgende art: politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, samfunnsmessige og rettslige.

4.1.1 Politiske faktorer

Lakseoppdrett er strengt regulert i Norge og skal sørge for bærekraftig produksjon og at aktørene bidrar til verdiskapning i lokalsamfunnet. Tillatelser for kommersiell matfisk er antallsbegrenset, noe som gjør at etterspørselen etter tillatelser er ekstremt høy. Prosessen med tildeling skjer gjennom «totrinnsystemet». Først tar fiskeridirektoratet stilling til hvilke søkere som skal få tilsagn om tillatelse. Deretter behandler per i dag fylkeskommunen søknaden om klarering av lokalitet (Fiskeridirektoratet, 2017).

Det finnes flere unntak og varianter av tillatelser. Undervisningstillatelser gis undervisningsinstitusjoner som planlegger et undervisningstilbud hvor akvakultur inngår. Forskningstillatelser tildeles forskningsinstitusjoner som har akvakultur som en sentral del. Departementet avholder auksjoner der det selges tillatelser i grønne områder med lite etterspørsel. «Bremnes-modellen» tillater større fleksibilitet med å åpne for sesongvariasjoner i MTB (Fiskeridirektoratet, 2015).

Den mest aktuelle konsesjonstypen for SalMar og flere av de andre i bransjen er utviklingstillatelser. Utviklingstillatelsene er midlertidige og tildeles prosjekter som innebærer betydelig innovasjon og investering. Disse kan søkes omgjort til ordinære tillatelser etter endt prosjektperiode dersom kriteriene som er fastsatt for prosjektet er oppfylt. Vederlag for konvertering er på 10 MNOK og betales til staten ved innvilgning. Dette er en spennende måte å oppfordre til utvikling av bærekraftige løsninger. SalMar-konsernet har gjennom tilknyttede

selskaper flere utviklingstillatelser. Selskapet var det første som fikk innvilget 8 slike tillatelser i 2016 for å utvikle Ocean Farm 1. Utviklingstillatelsene er gitt for en periode på 7 år, og det forutsettes at utviklingskriteriene for Ocean Farm 1 holder og at selskapet dermed får omgjort disse etter endt prosjektperiode.

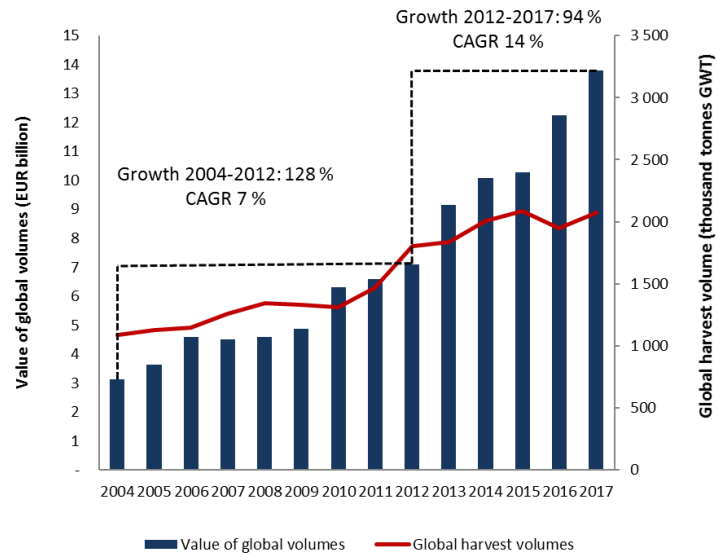
Kina har i perioden 2010 - 2016 holdt et kjølig handelsforhold med Norge etter at den kinesiske dissidenten Liu Xiaobo ble tildelt fredsprisen i 2010. De siste årene har dette forholdet tint gradvis opp og handelsblokaden er nå opphevet, på papiret. Atlantisk laks er populært blant den voksende middelklassen i Kina, som i Norges fravær får forsynt laks fra andre asiatiske land. Nå får imidlertid disse asiatiske landene forsynt laks fra Norge som videreselges og dette resulterer i at Kina får laks med lavere kvalitet til en dyrere pris. Det forventes at eksporten til Kina tar seg kraftig opp når de praktiske forholdene løses med direkte handel (Norges Sjømatråd, 2018).

Russland sto på tidlig 2010-tallet for en betydelig andel av norsk lakseeksport. I kjølvannet av Krim-konflikten i 2014 innførte EU restriksjoner mot Russland, som svarte med å blant annet innføre totalforbud mot import av norsk laks. En bedring av dette forholdet vil få store positive konsekvenser for eksporten.

Det snakkes i dag om grunnskatt på laksenæringen slik som det er på for eksempel oljevirksomhet. Argumentet for dette er at aksjonærer gjør seg rike på å benytte seg av Norges naturressurser. Argumentet mot er at selskapene allerede betaler for seg gjennom konsesjonssystemet og at grunnskatt vil være ødeleggende for den kapitalkrevende utviklingen som er nødvendig for videre vekst. Det er generelt sett ingen som er positive til dette, så sannsynligheten for gjennomslag er minimal. Likevel representerer problemstillingen en refleksjon rundt Norges uttalte mål om 5 millioner tonn i 2050 og hvordan en firedobling av tilbudet vil være bærekraftig for Norge.

4.1.2 Økonomiske faktorer

Lakseprisen følger vanlige markedskrefter – tilbud og etterspørsel. En analyse gjort av Kontali Analyse viser den globale utviklingen i verdi sett opp mot utvikling i tilbud. Resultatet viser at prisen har høyere vekst enn volumet, altså at det er høy etterspørsel i markedet.



Figur 4 – Historisk volum og verdi (Kontali Analyse, 2017)

Ettersom etterspørselen og prisen er høy, indikerer dette at det er tilbudet som er begrensningen. Som nevnt tidligere i kapittelet opererer aktørene innenfor begrensede rammer av hva oppdrettstillatelsene gir rom for. Figur 5 viser at lakseprisen ligger på et historisk høyt nivå, men også at prisen har fluktuert rundt 60 NOK de tre siste årene (SSB, 2019). En markant utvikling i næringen gjør at det er vanskelig å fastsette hvilket nivå som er normalen.



Figur 5 – Historisk kilopris eksportert laks

Ettersom EU og USA er de to største importørene av norsk laks, er bransjen svært utsatt for svingninger i valutamarkedet, særlig mot EUR, GBP og USD (MOWI ASA, 2018). Flere av de andre landene Norge eksporterer laks til ønsker også å handle laks i USD. Den norske kronen har svekket seg mye de siste fem årene mot disse valutaene, noe som har vært veldig positivt

for laksenæringen. Det er forventet at denne svekkelsen reverseres tilbake til et historisk snitt og vil medføre utslag i lakseprisen. Bruk av valutaderivater kan redusere denne risikoen noe.

Rentehevinger i Norge kan gi utslag i bransjen etter som stort sett alle aktører er i en kraftig investeringsfase de kommende årene. For SalMar anses risikoen som tilstede, men lav på grunn av lav gjeldsgrad og at lånene til selskapet befinner seg i det norske markedet. SalMar har også mulighet til å gjøre flere av investeringene med tilgjengelig kapital fremfor å utbetale utbytte hvis det skulle være nødvendig.

4.1.3 Sosiokulturelle faktorer

Verden trenger en økende mengde mat, og implisitt effektiv, bærekraftig mat som beskrevet i seksjon 1.2.5. Dette indikerer stort potensiale for sjømatnæringen. Økt fokus på helse og sunn mat gjør også at man kan få en gradvis dreining mot sjømat.

Nå er ikke nødvendigvis norsk laks særlig billig i det globale markedet. Man er avhengig av at den stadig økende mellomklassen i sentrale marked retter blikket mot norsk laks som i mange marked anses som et luksusgode. Når laksenæringen ser på marked i vekst er det ofte referert til BRICS-landene. Dette er særlige satsningsområder for Norge og det forventes at en etablering der vil være avgjørende for suksess i den norske eksporten av laks.

4.1.4 Teknologiske faktorer

Ettersom konsesjonene gir en naturlig kapasitetsbegrensning, vil aktørene i markedet fokusere på å øke effektiviteten av rammen for MTB som de innehar. Det handler om å maksimere bruk av eksisterende tillatelser ved å søke mot 100% utnyttelsesgrad av MTB og samtidig redusere dødelighet, tilfeller av lus og å redusere rømminger. I tillegg er det som nevnt en mulighet for å få tildelt utviklingskonsesjoner som på sikt kan søkes om å konverteres til ordinære tillatelser.

SalMars Ocean Farm 1 kombinerer disse innfallsvinklene. De 8 utviklingskonsesjonene skal føre til en havbasert merd med mål om å redusere miljøavtrykket, forbedre fiskevelferd og svare på bransjens arealutfordringer. I tillegg satses det over hele verdikjeden for å være en de ledende innen teknologi i bransjen (SalMar ASA, 2018).

Det er i hovedsak fire aktuelle måter å drive oppdrett på, og disse beskrives i PwC sitt Seafood Barometer:

- ONP (Open net pen). Tradisjonelle, åpne nett og bur.
- CCS (Closed containment system). Lukkede, havbaserte system (ikke offshore).
- RAS (Recirculating aquaculture system). Landbaserte anlegg.
- Offshore. Alle offshore løsninger, lukkede og åpne.

I dag er det kun ONP som er i kommersiell bruk og denne metoden representerer lav forventet vekst så lenge kravene rundt nye konsesjoner er strenge. Kravene vil fortsette å være strenge til aktørene viser resultat i forhold til lakselus, rømning og miljø.

Trend going forward ...→

| Driver | ONP | CCS | Offshore | RAS |
|----------------------------|----------|----------|------------|-----------|
| Salmon lice/fish health | ☹️ | 😊 | 😐 | 😊 |
| Regulations and tech. req | 😐 | 😐 | ☹️ | 😐 |
| Commodity prices | 😐 | 😐 | 😐 | 😐 |
| Scarcity of resources | 😊 | ☹️ | ☹️ | ☹️ |
| Environmental focus | ☹️ | 😊 | 😐 | 😊 |
| Licence to farm | ☹️ | 😐 | 😊 | 😊 |
| PwC view on outlook | - | + | +/- | ++ |

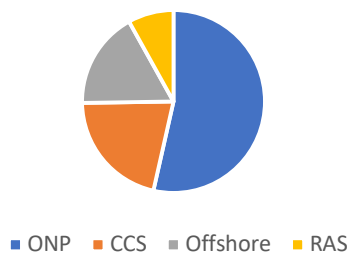
Figur 6 – PwC fremtidsutsikter

Ut fra PwC sin analyse av morgendagens kostnadsdrivere, kan vi se den forventede trenden i utviklingen. SalMar og Grieg har i hovedsak valgt retningen offshore. MOWI og Lerøy har i hovedsak valgt retningen CCS.

Videre følger en oppsummering av PwC sin analyse, offshore sammenlignet med ONP. Det forventes lavere andel av lakselus i offshore baserte anlegg, men ikke så lavt som CCS og RAS. Reguleringer og tekniske krav anses som høyere og mer komplekse enn de andre og sammenlignes med offshore olje- og gassindustrien. Scarcity of resources gjelder kostnader til CAPEX og drift og forventes høyere enn ONP, på lik linje med de andre alternativene.

Miljømessig forventes det mindre påvirkning på villaks og lavere påvirkning fra utslipp. Det forventes lavere kostnad for lisenser i fremtiden ettersom havet har «ubegrenset» areal. Alt i alt virker det som om PwC har vært i overkant streng på akkurat denne vurderingen.

Analysen av kostnadsdrivere kan indikere hvilken retning eksisterende og nye nasjonale og globale aktører vil gå. PwC anses RAS som morgendagens teknologi, med CCS som nummer 2. Leder i oppdrettsnæringen tror derimot følgende om fordelingene av produksjon i 2050:



Figur 7 – Forventet fordeling av produksjon i 2050


Her kommer ONP øverst og RAS sist. Det er til syvende og sist virksomhetslederne som tar avgjørelsene, men PwC sin analyse gir en god oversikt over hvilke fordeler og utfordringer man møter på i det som kanskje er oppdrettsselskapenes største strategiske veivalg de neste årene.

Konklusjonen som man kan trekke ut fra analysen er at hvis Norge skal nå målet om 5 mill. tonn så krever det mildere krav om tildeling av konsesjoner. Dagens trafikklyssystem tillater ikke en slik vekst. I tillegg krever det en kollektiv innsats fra aktørene i markedet, noe som betyr høyere investeringer og store strukturelle endringer og forpliktelser. 2/3 i PwC sin undersøkelse mener at dette målet er urealistisk med dagens reguleringer. PwC sitt base-case estimat på 3,3 millioner tonn i 2050 virker mye mer realistisk slik forholdene er i dag. Aktørene i markedet er avhengig av innovering for å følge utviklingen. SalMars valg av offshore-løsning vet man ikke enda om er det beste. Det som er sikkert er at det blir økt kamp om markedsandelene som følge av utviklingen.

4.1.5 Økologiske faktorer

Når det snakkes om å øke matproduksjonen på grunn av befolkningsvekst i tiårene som kommer, er det en forutsetning at klimaavtrykk og CO_2 - utslipp reduseres. Dette kan måles i energi- og proteinbevaring fra fôr til ferdig produkt, og mengden produsert mat per fôrinput.

Figuren viser at laks er det mest effektive produktet sammenlignet med kylling, gris og fe (Marine Harvest ASA, 2018). Dette underbygger laks som en viktig proteinkilde i fremtiden.



| | | | | |
|-----------------------------|-------|-------|-------|---------|
| Protein Retention | 31 % | 21 % | 18 % | 15 % |
| Energy Retention | 23 % | 10 % | 14 % | 27 % |
| Edible Yield | 68 % | 46 % | 52 % | 41 % |
| Feed Conversion Ratio (FCR) | 1.1 | 2.2 | 3.0 | 4-10 |
| Edible Meat pr 100 kg fed | 61 kg | 21 kg | 17 kg | 4-10 kg |

Figur 8 – Ressurseffektiv produksjon

Lakselus lever som marin parasitt på laksefisker og finnes naturlig i alle havområder på den nordlige halvkule. Fisken overvåkes med ukentlige tellinger og rapporteres til mattilsynet. Myndigheten har satt en grense på 0,5 voksne hunnlus per fisk i oppdrettsanleggene langs kysten (Mattilsynet.no, 2018). Laksenæringen brukte 5 mrd. NOK på bekjempelse av lakselus i 2015. Dette har vært et stort problem uten særlig fremgang i biologisk bekjempelse. Metoden som man nå er mest positiv til, er å hente inn sjø dypere enn 20 meter som da ikke inneholder luselarver (Veterinærinstituttet.no, 2019). Dette kan gjøres i CCS, Offshore og RAS og er et fokus for alle aktører som bedriver teknologisk utvikling i bransjen.

Rømning av laks er en stor utfordring da det kan påvirke villfisken negativt. Avlsmaterialet til norsk oppdrettslaks er hentet fra norske lakseelver. Hvis rømningslaks yter med villaks vil dette medføre skader på villaksbestanden og i verste fall «innavl» over tid (Barentswatch.no, 2019). Med mistanke om rømning plikter oppdretter å melde fra til Fiskeridirektoratet umiddelbart, samt å iverksette en beredskapsplan som skal foreligge for å redusere skadeomfanget. Det kan bli gitt bøter og domfellelser ved særlig uansvarlighet. I 2018 rømte det 16 000 laks fra Ocean Farm 1 som tilsvarte 1,6% av innholdet i merden. Fiskeridirektoratet påla SalMar å miljøovervåke 13 laksevassdrag etter hendelsen (Fiskeridirektoratet, 2019b). Hvis det ble funnet oppdrettslaks i vassdragene, måtte selskapet fiske den ut. Foruten at dette medfører stor ekstrakostnad er det også en ripe i lakken for SalMar og Ocean Farm 1 med tanke på mulighet for konvertering av utviklingskonsesjoner i fremtiden. CCS og RAS reduserer denne risikoen betraktelig.

Dødelige alger har preget mai 2019 og har i skrivende stund drept åtte millioner fisk. Dette er en tragisk hendelse for de berammede selskapene, men også dårlig nytt for norsk eksport. Algeoppblomstringen er ikke over enda og det gjenstår å se konsekvensen av dette «angrepet». SalMar er enda ikke berammet av algene, men har ifølge CEO Olav-Andreas Ervik, i et intervju med E24, fremskyndet slakting av 1000 tonn slakteklar laks for å være føre var.

4.1.6 Rettslige faktorer

Oppdrettsbransjen er regulert av nærings- og fiskeridepartementet. Aktørene er underlagt akvakulturloven som også regulerer reglene rundt konsesjoner. Denne loven skal «fremme akvakulturnæringens lønnsomhet og konkurransekraft innenfor rammene av en bærekraftig utvikling, og bidra til verdiskaping på kysten» og den presiserer at «havbruk skal etableres, drives og avvikles på en miljømessig forsvarlig måte» (Norges lover, 2005).

I forbindelse med innvilgning av konsesjoner er hver enkelt tillatelse avgrenset i maksimalt tillatt biomasse (MTB) som er definert som «antall kg levende fisk i sjøvann». MTB avgrenses på to parallelle måter: normal størrelse på en tillatelse er 780 tonn med unntak av Troms og Finnmark der normal størrelse er 945 tonn, og innehaver kan ikke på noe tidspunkt ha en stående biomasse som overstiger selskapets totale tillatte MTB (Fiskeridirektoratet, 2016).

Nærings- og fiskeridepartementet har flere måter å tilpasse disse hovedreglene. Oppdrettslokalitetene i Norge er delt inn etter «trafikklyssystemet» som skiller lokasjoner mellom grønt, gult og rødt område etter et ønske om å balansere vekst og miljøhensyn i forhold til lakselus. I grønne områder kan man øke MTB på en konsesjon. I røde områder må man redusere MTB. Norges kystlinje er delt inn i 13 regioner der 8 områder er vurdert som grønt område, 3 som gult og 2 som rødt. SalMar har produksjon i 5 grønne områder og 2 gule (SalMar, 2018).

4.2 Porters fem krefter

Dette rammeverket analyserer lønnsomhet og konkurranse i en bransje. Porter (1985) beskriver konkurransemiljøet med fem krefter: trussel for nyetableringer, trussel av produktsubstitutter, kjøpers forhandlingsmakt, leverandørers forhandlingsmakt og konkurranse mellom eksisterende aktører.

4.2.1 Ny aktører

I en bransje med høy fortjeneste og generelt høyere etterspørsel enn tilbud, vil det per definisjon komme nye aktører for å bringe markedet i balanse. Barrierene for oppstart er imidlertid høye, noe som sikrer eksisterende aktører. Kostnader knyttet til anleggsmidler over hele verdikjeden er høy, kompetansen er begrenset, og i tillegg gjør en global konsesjonsregulering at prisene for konsesjoner er veldig høye. Laksens vekstperiode er som nevnt rundt 2-3 år, noe som også gjør oppstartsperioden svært kapitalkrevende. I en bransje der det er trangt om plassen gjør også stordriftsfordelene at det er krevende for mindre aktører ved oppstart. Varekostnader, transportkostnader og bearbeidelse og formidling av ferdige produkt er eksempler på kostnader som det vil lønne seg å drive større på. Når det er sagt så avhenger alt av muligheten for fortjeneste og man ser flere mindre aktører som klarer seg fint i markedet og som avviser tilbud om oppkjøp på grunn av positive muligheter for vekst.

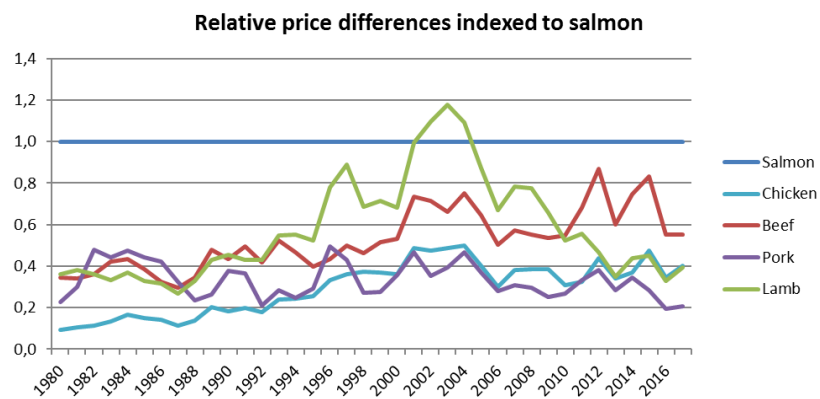
Landbasert oppdrett får fokus på grunn av at man ikke nødvendigvis trenger å utøve de samme, strenge reguleringene med tanke på konsesjoner. I en nasjonal analyse av landbasert oppdrett av laks og ørret, utført av SINTEF Ocean i samarbeid med NTNU Ålesund og SNF, hevdes det at utbyggelse av RAS-teknologi er svært kapitalintensivt. Et settefiskanlegg med 2.000 tonn kapasitet kan koste mellom 400-600 MNOK. Til sammenligning er investeringene for en tradisjonell merdbasert lokalitet med samme produksjonskapasitet kun 50 MNOK. Selv med en konsesjonspris på 120-200 MNOK for tillatelse i sjø, kommer man mye rimeligere ut med ONP. Likevel kan det være en inngang for kapitalsterke investorer, gjerne når noen har banet vei.

Nye aktører i det globale markedet kan utgjøre en trussel. De fleste av de andre landene som også eksporterer laks benytter et konsesjonssystem, men dette følger naturlig nok nasjonale premisser. Etableringskostnadene kan også se annerledes ut i andre land, noe som kan føre til at utenlandske aktører kan komme på banen hvis den globale etterspørselen presser nok på tilbudet. For ONP er det et begrenset antall globale lokasjoner som egner seg for oppdrett. Ved utvikling av RAS-teknologi kan man utvide mulighetene for lokalisering av oppdrettsanlegg. Likevel gjør en kompleks verdikjede at oppstart i nye land medfører store kapitalbehov med tanke på produksjon og infrastruktur.

På bakgrunn av høye inngangsbarrierer med tanke på reguleringer og kapitalbehov, anses trusselen fra nye aktører som lav.

4.2.2 Substitutter

Laks, isolert sett som proteinkilde, har mange substitutter. Både blant dyr, men også andre ikke-animalistiske kilder. Aktuelle substitutter er i denne sammenheng definert som andre dyr på grunn av laksens bruk. Prisen for laks har alltid vært høy i forhold til nærliggende sammenligningsprodukt som illustrert i figur 9 (Marine Harvest ASA, 2018). Dette leder til at laks anses som et mer eksklusivt produkt enn substituttene. I tillegg regnes fisk som et sunnere alternativ, noe som differensierer laks fra alternativene og som bidrar til at etterspørselen er mindre sensitiv mot prisendring.



Figur 9 – Relativ prisforskjell indeksert mot laks

Som tidligere påpekt er det forventet at markedet for laks øker etter hvert som den globale middelklassen øker og fokuset på bærekraftige matkilder skiftes mot protein- og energieffektive produkt. Tilsvarende vil økonomiske nedgangstider kunne øke konkurransevnen til substituttene. I tillegg kan man ikke se bort fra personlige preferanser som kan utkonkurrere teoretiske markedskrefter.

På bakgrunn av laksepris, en rekke substitutter og personlige preferanser anses trusselen fra substitutter som middels.

4.2.3 Kjøpers forhandlingsmakt

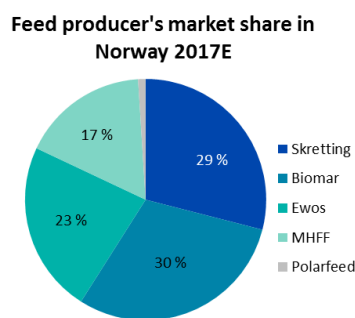
Laks som en homogen råvare som omsettes i fritt marked er ikke særlig utsatt for den enkelte kjøpers forhandlingsmakt. Dette underbygges av høy etterspørsel og begrenset tilbud. For å oppnå høyere priser må produsentene tilby VAP. Disse har gjerne begrenset levetid og er

avhengig av ferskhet og hurtig omsetting. I slike tilfeller får man også mer kvalitetsbevisste kunder og man er avhengig av at ikke kundene finner substitutter. Forhandlingsmakten til globale forhandlere som kjøper store kvanta kan være høyere, da særlig ved handelsavtaler eller handelsblokader av hele marked.

Så lenge det globale tilbudet er begrenset anses kjøpers forhandlingsmakt som lav.

4.2.4 Leverandørers forhandlingsmakt

Fiskefôr står for ca. 50% av produksjonskostnaden for laks og tilgangen og kvaliteten på fôret er avgjørende for høy prisoppnåelse i laksemarkedet. Antallet store tilbydere av fôr på verdensbasis er ikke høyt og aktørene har gjerne patenter som gjør de skjernet mot kortsiktig konkurranse (Marine Harvest ASA, 2018).



Figur 10 – Fôrprodusenters markedsandel i Norge (2017)

Ettersom forventningen til at den norske lakseeksporten skal firedoble seg innen 2050, ser man ikke særlig endring i denne forhandlingsmakten. Prisen på fôr er også økende som følge av at prisene på innsatsfaktorene øker. Fôrprodusentene har historisk benyttet cost-plus kontrakter som overfører prisrisikoen for råvarer over på lakseselskapene. MOWI startet med egen fôrvirksomhet i 2014 og nærmer seg selvforsynt i den norske produksjonen. Det kan også være interessant for SalMar og de andre norske aktørene å gjøre det samme, enten for seg selv, eller i en samdrift.

På bakgrunn av knapphet på fôr og høye inngangsbarrierer for å produsere fôr selv anses leverandørenes forhandlingsmakt som høy.

4.2.5 Konkurransen mellom eksisterende aktører

I den globale oppdrettsbransjen for laks er det noen store aktører og en rekke middels store. De 10 største aktørene i Norge står for 67% av produksjonen (33% i år 2000). Dette tilsier at det i Norge er en rekke mindre/små aktører, men at bransjen er preget av M&A som er den enkleste måten å tilføre selskapet flere tillatelser på. Likevel er det i Norge så god fortjeneste, vekstutsikter og kapitaltilgang at man heller ikke ønsker å selge. At det er mange norske aktører kan tilsa at konkurransen er stor, men igjen gjør skjevheten mellom tilbud og etterspørsel at konkurransen i praksis er lav. Konkurransen nå består av å utvikle teknologi for fremtiden, produsere differensierende VAP og være kostnadseffektiv. SalMar har bygget opp et fullintegret system for oppdrett, slakting, foredling, salg og distribusjon av oppdrettslaks. Ved at de dermed kontrollerer hele verdikjeden, har de et konkurransefortrinn mot de mindre aktørene i markedet.

På bakgrunn av begrenset nasjonalt tilbud, SalMars solide posisjon i markedet og fortrinn med teknologisk utvikling anses SalMars konkurranse fra eksisterende aktører som lav.

4.3 Konklusjon fra strategisk analyse

SWOT-rammeverket benyttes for å oppsummere den strategiske analysen og kategorisere elementene i styrker, svakheter, muligheter og trusler. Her trekkes det også inn elementer fra selskapspresentasjonen i kapittel 2. Disse resultatene benyttes når prognosene skal formuleres.

| <u>Styrker</u> | <u>Svakheter</u> |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none">- En rekke utviklingskonsesjoner- Etablert offshore merd – Ocean Farm 1- Generell befolkningsvekst og fokus på sunnhet- Etablert aktør – Norges 2. største- Fullstendig verdikjede- Tilstedeværelse i viktige globale marked | <ul style="list-style-type: none">- Prisgitt tilgang på fôr og fôrpris- Oppdrett i 2 gule områder (nullvekst)- Nylige tilfeller av rømming |
| <u>Muligheter</u> | <u>Trusler</u> |
| <ul style="list-style-type: none">- Økende mellomklasse globalt- Inngang i Kina og potensielt Russland- Smart Fish Farm gjennom eierskap i MariCulture AS- Kapitalsterk med tanke på M&A | <ul style="list-style-type: none">- Grunnskatt- Lakselus, alger og rømming- Utvikling i laksepris- RAS og CCS- Valutaekspontert |

Tabell 11 – SWOT analyse

5 Prognoser og drivere

Dette kapitelet har som hensikt å presentere prognose for NOPLAT og følgelig fremtidige kontantstrømmer på bakgrunn av analysene som er presentert hittil. Kontantstrømmene er nøkkelen for SalMars estimerte verdi som gjøres i påfølgende kapittel.

Salgsinntekt, varekost og anleggsmidler er valgt som drivere av fremtidige årsregnskap. Nesten alle estimat av fremtidige regnskapsposter baseres på disse driverne og videre følger en presentasjon av estimerte, fremtidige kontantstrømmer og underliggende verdier for 2019 – 2025 på grunnlag av strategisk og historisk analyse.

| Fri kontantstrøm (NOK) | Estimert | | | | | | |
|---|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
| Salgsinntekt | 11 408 | 11 921 | 11 864 | 12 813 | 12 957 | 13 494 | 14 167 |
| Varekostnad | 4 831 | 5 205 | 5 281 | 5 413 | 5 668 | 5 903 | 5 969 |
| Driftskostnader | 2 846 | 3 008 | 3 065 | 3 244 | 3 321 | 3 457 | 3 578 |
| Lønnskostnad | 1 044 | 1 124 | 1 191 | 1 219 | 1 274 | 1 325 | 1 339 |
| Annen driftskostnad | 1 802 | 1 883 | 1 875 | 2 025 | 2 047 | 2 132 | 2 238 |
| EBITDA | 3 730 | 3 708 | 3 519 | 4 157 | 3 968 | 4 134 | 4 621 |
| Av- og nedskrivning av varige DM | 521 | 651 | 782 | 811 | 840 | 869 | 898 |
| Operasjonell EBITA | 3 210 | 3 057 | 2 737 | 3 346 | 3 128 | 3 265 | 3 723 |
| Skatt | 706 | 673 | 602 | 736 | 688 | 718 | 819 |
| NOPAT | 2 504 | 2 384 | 2 135 | 2 610 | 2 440 | 2 547 | 2 904 |
| Økning (reduksjon) i utsatt skatt | 216 | 79 | - 9 | 146 | 22 | 83 | 104 |
| NOPLAT | 2 719 | 2 463 | 2 126 | 2 756 | 2 462 | 2 629 | 3 007 |
| Pluss: av- og nedskrivning av varige DM | 521 | 651 | 782 | 811 | 840 | 869 | 898 |
| Minus: Capex | 1 421 | 1 551 | 982 | 1 011 | 1 040 | 1 069 | 1 098 |
| Minus: endring i ONWC | 78 | 322 | 61 | 137 | 213 | 209 | 73 |
| Firm FCF tilgjengelig for alle investorer | 1 741 | 1 241 | 1 865 | 2 419 | 2 049 | 2 220 | 2 734 |

Tabell 12 – Estimerte frie kontantstrømmer

Kontantstrømmene er jevne i perioden, med trinnvise økninger i 2022 og 2025 som følge av en forutsetning om konverterte konsesjoner. CAPEX ligger høyt i 2019 og 2020 på grunn av InnovaNor og reduseres til 200 MNOK årlig resten av perioden for at SalMar skal opprettholde og styrke sin posisjon i markedet. Videre brytes elementene ned for grundig gjennomgang.

5.1 Prognose NOPLAT

NOPLAT - estimatene for de tre første årene har en liten nedgang og skyldes i stor grad nedgang i de forventede lakseprisene. Deretter gjør økning i antall lisenser og utnyttelse av lisensene at bunnlinjen øker ettersom at inntekten stiger mer enn kostnaden. Videre følger utredelse av estimatene.

5.1.1 Salgsinntekt

Salgsinntekt i sin enkleste form er et produkt av pris og volum og en oppsummering av prognosene for denne driveren er i tabell 13.

| Salgsinntekt (MNOK) | Estimert | | | | | | | |
|----------------------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 2018A | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
| Salgsinntekt | 11 343 | 11 408 | 11 921 | 11 864 | 12 813 | 12 957 | 13 494 | 14 167 |
| % endring | | 0,6 % | 4,5 % | -0,5 % | 8,0 % | 1,1 % | 4,1 % | 5,0 % |
| Slaktet volum (tonn) | 142 500 | 142 500 | 146 775 | 146 775 | 157 225 | 157 225 | 161 942 | 168 171 |
| Salgspris/kg | 79,6 | 80,1 | 81,2 | 80,8 | 81,5 | 82,4 | 83,3 | 84,2 |
| CAGR 2018 - 2025 | | | | | | | | 3,2 % |

Tabell 13 – Prognose salgsinntekt

Pris avhenger av forventet laksepris og en premie som SalMar oppnår gjennom posisjonering i markedet ved å selge VAP-produkter. Slaktevolum er her definert som et produkt av antall lisenser og hvilken utnyttelse SalMar oppnår av disse lisensene (effektivitet).

$$\text{Salgsinntekt} = \text{Salgspris} \times \text{Slaktevolum}$$

Formel 6 – Salgsinntekt

$$\text{Salgspris} = \text{fremtidig spotpris laks} + \text{VAP premie}$$

Formel 7 – Salgspris

$$\text{Slaktevolum} = \text{Antall lisenser} \times \frac{\text{Slaktevolum (kg)}}{\text{Lisens}}$$

Formel 8 – Slaktevolum

Det legges til grunn av slaktet volum stiger i perioden på grunn av nye, normale konsesjoner, og økt MTB på eksisterende konsesjoner. I tillegg at salgsprisen øker som følge av betydelig investering i dette VAP-segmentet. Utviklingen i inntekt gir en CAGR på 3,2%, noe som er under Kontali og Pareto sitt anslag i seksjon 1.2.4, men sammenfaller med den nedadgående utviklingen i CAGR. Videre diskuteres elementene som preger salgsinntekt.

Salgspris

Gjennomsnittlig spot-pris for året 2018 var 60,76 NOK (SalMar, 2018). Fish pool sine forward-priser viser en liten, gradvis nedgang frem til 2022 der forward prisen er 59 NOK. Etter 2022 holder prisen seg på 59 NOK ut perioden (Fish Pool, 2019).

| Salgspris per kilo (NOK) | Estimert | | | | | | | |
|--------------------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2018A | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
| SalMar salgspris | 79,60 | 80,05 | 81,22 | 80,83 | 81,50 | 82,41 | 83,33 | 84,24 |
| Forward pris | 60,76 | 60,30 | 60,55 | 59,25 | 59,00 | 59,00 | 59,00 | 59,00 |
| VAP-premie, justert | 18,84 | 19,75 | 20,67 | 21,58 | 22,50 | 23,41 | 24,33 | 25,24 |

Tabell 14 – Prognose salgspris per kilo

SalMar sin salgspris per kg har ligget stabilt rett under 80 NOK de tre siste årene, men med en ekstrem vekst fra 2015 til 2016 slik som i resten av bransjen. Historisk analyse viser at SalMar har rom for forbedring sammenlignet med de andre selskapene, men det er vanskelig å konkludere uten å kontekstualisere sammenligningsgrunnlaget. VAP-premien har økt kraftig de siste fem årene og det vil være realistisk å forvente videre vekst, særlig med InnovaMar og InnovaNor. En innledende mulighet er å anslå at salgspris per kilo holder seg stabilt på 80 NOK, noe som betyr en VAP-premie på 21 NOK fra år 2022 og ut perioden. Dette er et veldig konservativt anslag med tanke på hva de andre selskapene i peer-gruppen oppnår og hvilke investeringer SalMar gjennomgår nå. Et annet alternativ er å bruke mean-reverting prinsippet til SalMars fordel. Snittet de siste fem årene for alle de fire selskapene i peer-gruppen er 86 NOK/kg. Det vil ikke være urimelig å anslå at SalMar vil nærme seg markedssnittet i år 2025 med en gradvis økning frem til den tid med tanke på at kundenes forhandlingsmakt er ansett som lav i strategisk analyse. En salgspris i 2025 på 86 NOK gir implisitt en VAP-premie på 25,24 NOK dersom lakseprisen hadde holdt seg på dagens nivå. Ettersom forward prisen er avtakende, får man en salgspris i 2025 på 84,24 NOK dersom VAP-premien holdes konstant.

Laksepris og valutakurs utgjør en risikofaktor og kan hedges noe med derivater. Bransjen har benyttet seg i liten grad av laksefutures siden 2011 da spotprisen på laks har økt betydelig etter prisleilet i 2011-2012 (Misund et al, 2016) og man ønsker derav ikke å sitte igjen med dårlige kontrakter.

Slaktevolum (salg)

SalMar har hatt 100 lisenser siden 2014. Reguleringer gjør at det er veldig vanskelig å få tildelt nye lisenser. To måter man kan få flere lisenser på er enten gjennom M&A eller ved å få tildelt midlertidige utviklingslisenser som på sikt kan søkes om å få omgjort til permanente. Begge disse alternativene jobber SalMar med i dag (SalMar, 2018). Per i dag er det vanskelig å finne noen som vil selge så lenge fortjenestemarginene er såpass gode. I tillegg gjør produksjonstiden at en økning av lisenser ikke bidrar til økt slaktevolum det samme året. SalMar har imidlertid som nevnt flere utviklingstillatelser som viser gode resultat og som på sikt vil være aktuelle for

å øke antall lisenser i selskapet. Det legges til grunn at SalMar får 4 vanlige lisenser i 2020 og ytterlige 4 lisenser i 2023, enten ved omgjorte utviklingslisenser i forbindelse med Ocean Farm 1 eller M&A. Utslag i slaktet volum vises da to år etter, henholdsvis år 2022 og 2025 på grunn av produksjonstid.

| Slaktet volum (tonn) | Estimert | | | | | | | |
|-----------------------------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 2018A | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
| Slaktet volum | 142 500 | 142 500 | 146 775 | 146 775 | 157 225 | 157 225 | 161 942 | 168 171 |
| % vekst | | 0,0 % | 3,0 % | 0,0 % | 7,1 % | 0,0 % | 3,0 % | 3,8 % |
| Lisenser | 100 | 100 | 104 | 104 | 104 | 108 | 108 | 108 |
| Slaktet volum/lisens (tonn) | 1 425 | 1 425 | 1 468 | 1 468 | 1 512 | 1 512 | 1 557 | 1 557 |

Tabell 15 – Prognose slaktvolum

Slaktet volum per lisens har for SalMar ligget rett under 1.400 i snitt for de siste fem årene hvis man ser bort fra 2016 som var et uvanlig dårlig år med tanke på slaktevolum. Sammenlignet med peer-gruppen så er dette enestående. Dette er et komplekst tall som avhenger av effektivitet og utnyttelsesgrad på den ene siden, og biologi, lakselus og rømming på den andre siden. Ved å se på historikk kan man argumentere for at man har nådd et tak for utnyttelse og effektivitet. Lisensene begrenser antall kilo laks i havet til enhver tid og det forutsettes at SalMar og de andre aktørene i markedet søker mot 100% utnyttelse av dette. Trafikklyssystemet gjør at det er mulig med en 2% økning i kapasitet hvert år i grønne områder, og i tillegg kan man søke om unntak slik at man får mer enn 2% (Fiskeridirektoratet, 2018). To av SalMars produksjonsområder befinner seg imidlertid i gul sone og kan derfor ikke ha vekst. Utviklingene som skjer med det offshorebaserte prøveprosjektet, Ocean Farm 1, som var ferdig i løpet av 2018 viser at det ikke var nødvendig med en eneste lusebehandling. Adoptert teknologi fra blant annet oljenæringen vil også bidra til redusert risiko for rømming, selv om rømming også kan skje fra rømmingssikre anlegg. På tross av SalMars allerede sterke tall, økes forventet slaktet volum/lisens med 3% annen hvert år ut perioden som følge av vekst i MTB i grønne områder. Slaktet volum i 2025 er da på 168 tusen tonn, noe som ikke er langt unna PwC sitt base-case estimat på 180 tusen tonn fra seksjon 1.2.4. Nye aktører og konkurranse fra eksisterende aktører gjør at det velges et forholdsvis konservativt estimat for denne veksten.

5.1.2 Varekostnad

Denne driveren beregnes som et produkt av varekost per slaktevolum og slaktevolum. Kostnadene er i stor grad knyttet til fôr og avhenger derfor av innkjøpsprisene på dette. SalMar produserer ikke eget fôr i dag.

$$\text{Varekost} = \frac{\text{Varekost}}{\text{Slaktevolum}} \times \text{Slaktevolum}$$

Formel 9 – Varekostnad

| Varekostnad (MNOK) | Estimert | | | | | | | |
|----------------------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 2018A | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
| Varekostnad | 4 585 | 4 831 | 5 205 | 5 281 | 5 413 | 5 668 | 5 903 | 5 969 |
| % endring | | 5,4 % | 7,7 % | 1,5 % | 2,5 % | 4,7 % | 4,2 % | 1,1 % |
| Slaktet volum (tonn) | 142 500 | 142 500 | 152 646 | 152 646 | 157 225 | 163 273 | 168 171 | 168 171 |
| Varekost/kg | 32,2 | 33,9 | 34,1 | 34,6 | 34,4 | 34,7 | 35,1 | 35,5 |
| CAGR | | | | | | | | 3,8 % |

Tabell 16 – Prognose varekostnad

Det legges til grunn av slaktet volum stiger i perioden på grunn av nye konsesjoner og økt MTB på eksisterende konsesjoner. Økningen her skjer tidligere enn hos salg på grunn av produksjonstiden ettersom at kostnadene starter når produksjonen starter. Dette medfører at CAGR er 3,8% for varekostnad, mot 3,2% for salgsinntekt. Varekostnad/kg øker i takt med salgsinntekt/kg som nevnt tidligere. Videre diskuteres elementene som preger varekostnaden.

Varekost / Slaktevolum

Ifølge SalMar forventes førkostnaden å holde seg lik i 2019 (SalMar, 2018). Det legges derfor til grunn et snitt av de siste tre årene for å være konservativ. Sett opp mot peer-gruppen i historisk analyse så er SalMars varekost per slaktevolum lavt. Det kan derfor være vanskelig å forbedre dette nøkkeltallet i særlig grad. På den andre siden vil det være urimelig å anta at SalMar skal opp på samme nivå som gjennomsnittet i peer-gruppen på bakgrunn av SalMars strategiske satsninger og de historiske regnskapene. Som følge av forventet økning i salgspriser på grunn av investeringer mot VAP-produkter, må man forvente økte innsatsfaktorer ettersom om leverandørers forhandlingsmakt er ansett som høy. Her benyttes samme vekstfaktor som for SalMars forventede salgpris. På den måten knyttes varekost og tilknyttede regnskapselement mot VAP.

| Varekost per kilo (NOK) | Estimert | | | | | | | |
|-------------------------|----------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| | 2018A | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
| Varekost/kg | 32,18 | 33,90 | 34,10 | 34,59 | 34,43 | 34,71 | 35,10 | 35,49 |
| % vekst | | 5,4 % | 0,6 % | 1,5 % | -0,5 % | 0,8 % | 1,1 % | 1,1 % |

Tabell 17 – Prognose varekost per kilo

Slaktevolum (kjøp)

Slaktevolum følger samme estimat som for salgsinntekt. Forskjellen her er at det forutsettes at kostnadene til fôr inntreffer samme år som lisensene øker, og ikke med to år forsinkelse slik som for salgsinntekt.

5.1.3 Lønnskostnad og annen driftskostnad

Varekostnad er valgt som driver for lønn og annen driftskostnad, da denne forutsettes å best fange opp den aktuelle veksten i produksjon. Salgsinntekt har en forsinkelse på to år etter at lisensene øker, mens kostnadene løper med en gang. Det er i tillegg lagt til 50 MNOK i året i økte lønnskostnader for 100 ansatte fra 2021 når InnovaNor forventes å stå ferdig (SalMar, 2018).

5.1.4 Varige driftsmidler

Denne driveren (netto PP&E) er knyttet til de strategiske valgene som SalMar gjør. Bransjen og den teknologiske fremgangen vil kreve stadig økte kostnader knyttet til investeringer. I tillegg må man gjøre reinvesteringer for å opprettholde anleggsmidlene man allerede har.

| Net PP&E (MNOK) | Estimert | | | | | | | |
|----------------------------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2018A | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
| Tilgang investeringer | | 900 | 900 | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 |
| Reinvestering | 455 | 521 | 651 | 782 | 811 | 840 | 869 | 898 |
| CAPEX | 455 | 1 421 | 1 551 | 982 | 1 011 | 1 040 | 1 069 | 1 098 |
| Gross PP&E | 6 108 | 7 529 | 9 080 | 10 062 | 11 073 | 12 113 | 13 181 | 14 279 |
| % endring | | 23,3 % | 20,6 % | 10,8 % | 10,0 % | 9,4 % | 8,8 % | 8,3 % |
| Av- og nedskrivning | - | 521 | 651 | 782 | 811 | 840 | 869 | 898 |
| Akk. Av- og nedskrivninger | 2 516 | 3 037 | 3 688 | 4 470 | 5 281 | 6 121 | 6 989 | 7 887 |
| Net PP&E | 3 592 | 4 492 | 5 392 | 5 592 | 5 792 | 5 992 | 6 192 | 6 392 |

Tabell 18 – Prognose netto PP&E

SalMar investerer 675 MNOK i InnovaNor som har en planlagt byggeperiode på to år, 2019 til 2021 (SalMar, 2018). Selskapet beregner å bruke totalt 900 MNOK totalt på investeringer i 2019 og således tilsvarende beløp legges til grunn i 2020. Etter at InnovaNor er ferdig forventes investeringene å gå tilbake til et anslag på 200 MNOK med tanke på at selskapet må fortsette nyinvesteringene med tanke på videre vekst, utvikling av Ocean Farm 1 og 2 og andre innoveringer. Av- og nedskrivningene bruker fjorårets netto PP&E som driver.

5.1.5 Prognose for andre regnskapsposter

Videre følger de resterende regnskapspostene som er nødvendig for å utarbeide fullstendig prognose for resultat og balanse. Prognose for resultat og balanse finnes i vedlegg C og D.

| Resultatposter | Driver | Basert på | Assumption |
|---------------------------|-------------------------|------------------|-------------------|
| Lønnskostnader | Varekost | Snitt 5 år | 21,6 % |
| Andre driftskostnader | Salg | Snitt 5 år | 15,8 % |
| Avskrivning | Net PP&E t-1 | Snitt 5 år | 14,5 % |
| Ikke-operasjonell inntekt | Salg | Snitt 5 år | 2,5 % |
| Netto finanskostnader | Gjeld - excess cash t-1 | Snitt 5 år | -2,4 % |

| Balanseposter | Driver | Basert på | Assumption |
|--|---------------|------------------|-------------------|
| Kontanter og tilsvarende | Salg | Konstant | 2,0 % |
| Kundefordringer | Salg | Snitt 5 år | 8,1 % |
| Varelager | Varekost | Snitt 5 år | 111,2 % |
| Andre current assets | Varekost | Snitt 5 år | 7,1 % |
| Net PP&E | Salg | Snitt 5 år | 32,1 % |
| Leverandørgjeld | Varekost | Snitt 5 år | 22,7 % |
| Gjeld til kredittinstitusjoner | Varekost | Snitt 4 år | 7,8 % |
| Betalbar skatt | Sales | Snitt 5 år | 5,1 % |
| Skyldige offentlige avgifter | Sales | Snitt 5 år | 2,1 % |
| Annen kortsiktig gjeld | Varekost | Snitt 5 år | 13,4 % |
| Utsatt skatt | Salg | Snitt 5 år | 15,4 % |
| Ikke-kontrollerte minoritetsinteresser | Salg | Snitt 5 år | 0,9 % |
| Finansielle anleggsmidler | Salg | Snitt 3 år | 10,4 % |
| Goodwill | | Konstant | 0,0 % |
| Innskutt EK | | Årlig vekst | 5,7 % |
| Langsiktig gjeld | | Konstant | 0,0 % |

Tabell 19 – Prognose andre regnskapsposter

For valg av driver benyttes anbefalingene til Koller et al (2015) som grunnlag. De fleste elementene bruker salg eller varekostnad som driver, og et 5-årig snitt av 2014 - 2018 som faktor. Regnskapsposten er i teller og den aktuelle driveren er i nevner. Det er en forutsetning at disse har nær tilknytning til driveren sin og har stabile forholdstall i perioden. Noen av postene vil imidlertid ikke dette gjelde for og videre følger beskrivelse av de elementene som avviker fra 5-årig snitt.

For lønnskostnadene ville det vært nærliggende å benytte salg som driver, men på grunn av at varekostnaden bedre speiler økningen av konsesjoner benyttes varekostnad i stedet.

Avskrivning benytter netto PP&E forrige år som driver. Dette indikerer at anleggsmidlene til enhver tid avskrives årlig med 14,5% i snitt. Ikke-operasjonell inntekt består i SalMars tilfelle av verdijustering av biomasse, endring i urealisert verdi på derivater og inntekt fra tilknyttede selskap. Dette er en sekkepost, men verdijusteringene av biomasse og derivater vurderes som selvjusterende over tid og som man søker at skal være 0. Da står det kun igjen inntekt fra tilknyttede selskap som settes til 2,5% på bakgrunn av historiske tall. Netto finanskostnader beregnes med (gjeld – overskuddskontanter) som driver. Det forutsettes at kontantbeholdningen holdes på 2% av salg og at overskuddskontantene dermed er lik 0. I praksis er det da kun finanskostnader med gjeld som driver som utgjør netto finanskostnader. Goodwill har vært konstant de siste 5 år og det forutsettes at en eventuell tilførsel av goodwill ved M&A vil være marginal. Langsiktig gjeld har vært avtakende i perioden. Det forventes ikke at denne nedbetales umiddelbart, men følger en naturlig nedbetalingsplan.

Det forutsettes at SalMar finansierer CAPEX med en fordeling mellom EK og gjeld som opprettholder langsiktig gjeld på dagens nivå. SalMars policy rundt kapitalstruktur er at bokført egenkapitalandel skal være over 35% og at rentebærende gjeld ikke skal overstige 4,5x av EBITDA. Begge deler har vært godt innenfor disse rammene i hele analyseperioden med henholdsvis 60% og 0,5x i 2018. Utbyttene til SalMar er høye og ifølge SalMar vil det betales utbytte med overskuddskapital. Utbytte i 2018 var på 2.147 MNOK og snittet de siste 5 årene for utbytte/årsresultat er 65,5%. Til skatteberegning benyttes skattesats for 2019 for hele prognose-perioden på 22%.

5.2 Prognose kontantstrømmer

5.2.1 Prognose CAPEX

Investeringer i varige driftsmidler er omtalt i seksjon 5.1.4. I en fundamental verdsettelse er man ute etter kontantstrømmer. NOPLAT justeres dermed ved å legge tilbake operasjonelle kostnader som ikke gir kontantstrømeffekt, i dette tilfellet av- og nedskrivninger. I tillegg trekkes det fra investeringer i CAPEX som representerer faktiske kontantstrømmer, men som ikke figurerer i NOPLAT ettersom de aktiveres. CAPEX øker i perioden som følge av stadige nyinvesteringer og avskrivninger på disse. Dette virker rimelig og synes gjeldende for hele bransjen som er i en vekstfase.

5.2.2 Prognose arbeidskapital

Arbeidskapital (ONWC) er nødvendig kapital for at selskapet skal kunne finansiere løpende utgifter. ONWC hentes fra reformulert balanse og representerer differansen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Rentebærende kortsiktig gjeld anses som en stående kreditt og defineres derfor som langsiktig gjeld.

| Netto arbeidskapital (MNOK) | Estimert | | | | | | | |
|--------------------------------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2018A | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
| Varelager | 5 766 | 5 372 | 5 788 | 5 872 | 6 019 | 6 302 | 6 564 | 6 637 |
| Kundefordringer | 630 | 924 | 966 | 961 | 1 038 | 1 050 | 1 093 | 1 148 |
| Andre fordringer | 289 | 343 | 370 | 375 | 384 | 402 | 419 | 424 |
| Kontanter og tilsvarende | 227 | 228 | 238 | 237 | 256 | 259 | 270 | 283 |
| Sum Operating Current Assets | 6 912 | 6 868 | 7 361 | 7 445 | 7 698 | 8 013 | 8 346 | 8 492 |
| Leverandørgjeld | 1 195 | 1 097 | 1 182 | 1 199 | 1 229 | 1 287 | 1 340 | 1 355 |
| Betalbar skatt | 691 | 582 | 608 | 605 | 653 | 661 | 688 | 723 |
| Skyldige offentlige avgifter | 301 | 240 | 250 | 249 | 269 | 272 | 283 | 298 |
| Annen kortsiktig gjeld | 501 | 647 | 697 | 708 | 725 | 759 | 791 | 800 |
| Sum Operating Current Liabilities | 2 688 | 2 565 | 2 737 | 2 761 | 2 877 | 2 979 | 3 103 | 3 175 |
| ONWC (operating net working capital) | 4 224 | 4 302 | 4 624 | 4 685 | 4 821 | 5 034 | 5 244 | 5 317 |

Tabell 20 – Prognose arbeidskapital

Arbeidskapitalen øker i hele perioden og skyldes den generelle økningen i driverne salgsinntekt og varekostnad. Varelageret vil være den faktoren som påvirker mest av den grunn at den har en høy tallmessig verdi. En relativ økning i denne mot driveren varekostnad er naturlig, da denne posten består i stor grad av varer i arbeid, eller «biologiske eiendeler i sjø». Vanligvis ville man prøvd å redusere denne posten da et stort varelager kan oppfattes som en risiko. I SalMars tilfelle vil et større varelager betyr mer fisk i sjøen og implisitt vil man søke mot å maksimere denne posten i henhold til MTB.

6 Verdssettelse

I dette kapitlet presenteres SalMars egenkapitalverdi og aksjepris. Estimaten tar utgangspunkt i kontantstrømmene fra foregående kapittel og innhentet informasjon om de sammenlignbare selskapene i peer-gruppen i henholdsvis EDCF-modellen og den relative verdsettelsesmodellen. Estimaten oppsummeres først kort her og blir videre presentert top-down.

| Verdi per aksje (NOK) | Pr. 30.04.19 |
|------------------------------|---------------------|
| Fundamental verdsettelse | 474,13 |
| Relativ verdsettelse | 363,33 |
| Virkelig verdi 30. april | 392,00 |

Tabell 21 – Oppsummering estimert aksjeverdi

Den fundamentale verdsettelsen indikerer at SalMars aksjer er underpriset, mens den relative verdsettelsen indikerer overprising.

6.1 Kapitalkostnad

For å estimere et avkastningskrav som fremtidige kontantstrømmer diskonteres med estimeres WACC som beskrevet i kapittel 2. Oppsummeringen av estimatet følger i tabell 22.

| Oppsummering WACC | 5,47 % |
|--------------------------|---------------|
| Cost of equity | 5,51 % |
| Market Cap/EV | 96,84 % |
| Cost of debt | 5,23 % |
| Debt/EV | 3,16 % |
| Tax | 22,00 % |

Tabell 22 – WACC

Markedsverdien av egenkapital gjør at WACC vektet nesten utelukkende mot egenkapitalkravet. I tillegg er det veldig liten differanse mellom egenkapitalkravet og gjeldskravet. Det er benyttet 22% skattesats som også er antakelsen for 2019 og resten av verdsettelsesperioden.

6.1.1 Egenkapitalkostnad

Komponentene i utregningen for egenkapitalkostnad for SalMar ASA følger i tabell 23.

| | |
|------------------------|---------------|
| Egenkapitalkrav | 5,51 % |
| Levered beta | 0,76 |
| Risikofri rente | 1,72 % |
| Markedets risikopremie | 5,00 % |

Tabell 23 – Egenkapitalkrav

Risikofri rente

Norges bank sin 10-årige rente på statsobligasjoner var 1,72% den 30.04.2019 (Norges bank, 2019). Til sammenligning var gjennomsnittet for 2016 – 2018 1,62%. Denne renten er et anerkjent estimat for risikofri rente og benyttes derfor i videre beregninger.

Beta

Egenkapitalbetaen beregnes som en industribeta basert på gjennomsnittet av peer-gruppen hensyntatt SalMars kapitalstruktur og skattesats. Betaene i peer-gruppen estimeres ved å kjøre regresjon mellom månedlige observasjoner av aksjepris og OSEBX ti år tilbake i tid, noe som tilsvarer 120 observasjoner. Resultatene fra regresjonen finnes i vedlegg F. Videre følger utregningen av SalMars industribeta i tabell 24.

| Industribeta | D/E | Beta Lev. | Tax | Beta Unlev. |
|-----------------------------|-------------|------------------|------------|--------------------|
| Marine Harvest | 0,12 | 0,61 | 22 % | 0,56 |
| Lerøy | 0,07 | 0,67 | 22 % | 0,64 |
| Grieg | 0,11 | 1,14 | 22 % | 1,05 |
| Salmar | 0,03 | 0,78 | 22 % | 0,76 |
| Gjennomsnitt | 0,08 | 0,80 | 22 % | 0,75 |
| SalMars industribeta | 0,77 | | | |

Tabell 24 – Beta

OSEBX er en oljetung indeks og kan dermed være misvisende mot oppdrettsselskap med høy vekst og gode resultat de siste årene. Derfor er det også valgt å ikke justere beta for reversjon mot markedet. SalMar selger i stor grad til utlandet og følger dermed globale konjekturer, noe som kan tilsa at man kan argumentere for en global indeks. Likevel brukes OSEBX her, da vekstpotensialet på mange måter er begrenset på produksjonssiden som skyldes bestemmelser og regulativ i Norge. Dessuten følges vanlig praksis med å velge nasjonal indeks. Det har ikke vært aktuelt å inkludere resultater fra regresjon mot Oslo Børs Seafood Indeks (vedlegg F), da

denne indeksen er vurdert som inhabil med tanke på at de fire selskapene i peer-gruppen utgjør over 67% av market cap i indeksen.

SalMars marginale gjeldsandel gjør at gjeldsbeta forutsettes lik null. Det forutsettes derfor også at gjeldsgrad er konstant. Det er benyttet aksjeverdier fra 30.04.2019, skattesats for 2019 og bokført gjeld fra årsregnskapene 2018. Det er vurdert at dette gir representative estimat av beta.

Markedets risikopremie

PwC sin årlige undersøkelse gir et 5,0% nivå på markedsrisikopremien i det norske markedet for 2018. Bruk av estimat for det norske markedet sammenfaller med valg av peer-gruppe, børsindeks, og grunnlag for valg av risikofri rente. 5,0% benyttes derfor i estimat av egenkapitalkostnad.

6.1.2 Gjeldskostnad

Gjeldskostnaden er beregnet ved å bruke implisitt metode og estimerer gjeldskostnad ut fra et snitt fra de siste seks årene.

| Gjeldskrav | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | Snitt |
|----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Renter/rentebærende gjeld | 5,91 % | 5,02 % | 3,41 % | 4,02 % | 7,64 % | 6,56 % | 5,43 % |
| Statsobl. årsgjennomsnitt, 10 år | 2,58 % | 2,52 % | 1,57 % | 1,33 % | 1,64 % | 1,88 % | 1,92 % |
| Standard spredning | 3,33 % | 2,50 % | 1,84 % | 2,69 % | 6,00 % | 4,68 % | 3,51 % |
| Risikofri rente, 30.04.19 | | | | | | | 1,72 % |
| Gjeldskrav | | | | | | | 5,23 % |

Tabell 25 – Gjeldskrav

Metoden beregner først hvilken effektiv rentekostnad man har hatt hvert år ved å dividere betalte renter på sum rentebærende gjeld. Deretter trekkes det fra gjennomsnittlig risikofri rente for det aktuelle året. Man kommer da frem til en implisitt historisk standard spredning utover risikofri rente. Ved å legge på dagens risikofrie rente kommer man frem til gjeldskostnad. Denne metoden er kritisert for å definere historisk gjeldskostnad som representativt for dagens risiko. På grunn av stabilt rentenivå, mangel av en mer passende metode, og marginal gjeldsgrad, anses denne metoden som tilfredsstillende i SalMars tilfelle.

6.1.3 Vekting av EK og gjeld

Det benyttes her de samme forutsetningene som ved beregning av industribeta. Med en andel av markedsverdi av egenkapital på nesten 97% er det lett å se at det i hovedsak er egenkapitalkravet som styrer WACC.

6.2 Egenkapitalverdi

SalMars selskapsverdi beregnes ut fra selskapets diskonterte kontantstrømmer og verdi av SalMars ikke-operasjonelle verdier, her investeringer i tilknyttede selskap. Virkelig egenkapitalverdi utgjør 53.259 MNOK og aksjeverdien NOK 474,13 NOK.

| | |
|--|---------------|
| Nåverdi av operasjonell virksomhet | 53 929 |
| Verdi av investeringer i tilknyttede selskap | 1 189 |
| Selskapsverdi (MNOK) | 55 118 |
| | |
| Verdi av minoritetsinteresser | 92 |
| Verdi av rentebærende gjeld | 1 767 |
| Virkelig egenkapitalverdi (MNOK) | 53 259 |
| | |
| Antall utestående aksjer (mill.) | 112,33 |
| Verdi per aksje (NOK) | 474,13 |

Tabell 26 – SalMars verdi per aksje

6.2.1 Enterprise DCF

De estimerte kontantstrømmene for år 2019 – 2025 diskonteres med WACC. I tillegg beregnes en terminalverdi i år 2025 som også diskonteres med WACC. Denne terminalverdien representerer verdi på selskapets kontantstrømmer fra år 2026 og inn i evigheten. Tabell 27 er en utvidelse av tabell 12 i kapittel 5.

| Nåverdi av DFC (MNOK) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|--|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| FCF | 1 741 | 1 241 | 1 865 | 2 419 | 2 049 | 2 220 | 2 734 |
| % vekst | | -28,7 % | 50,2 % | 29,7 % | -15,3 % | 8,4 % | 23,1 % |
| Terminalverdi | | | | | | | 61 776 |
| Total FCF | 1 741 | 1 241 | 1 865 | 2 419 | 2 049 | 2 220 | 64 510 |
| | | | | | | | |
| Vekstrate for FCF i terminalperioden | 1,0 % | | | | | | |
| Kapitalkostnad (WACC) | 5,47 % | | | | | | |
| Nåverdi av CF fra operasjonell virksomhet | 53 929 | | | | | | |

Tabell 27 – Nåverdi av kontantstrøm fra operasjonell virksomhet

Terminalverdien utgjør en stor andel av selskapsverdien og beregnes som beskrevet i kapittel 2. Den langsiktige vekstraten er satt til 1%, noe som er mye lavere enn hva tilfellet er i de første syv årene. Denne vekstraten skal imidlertid representere overskuelig fremtid og sett opp mot risikofri rente på 1,72% utgjør 1% et konservativt, men fornuftig estimat.

6.2.3 Investeringer i tilknyttede selskap

Ingen av SalMars tilknyttede selskap er børsnoterte og følgelig vil en verdsettelse av disse medføre risiko. De tilknyttede selskapene utgjør hver for seg en marginal del av selskapsverdien. Det forutsettes derfor at bokførte verdier gir et tilstrekkelig anslag av virkelig verdi. Investeringene er bokført etter EK-metoden.

| Tilknyttede selskap (MNOK) | Bokført verdi |
|--|----------------------|
| SalMars andel av Norskott Havbruk AS | 761 |
| SalMars andel av Arnarlax AS | 403 |
| SalMars andel av øvrige investeringer | 25 |
| Sum investeringer i tilknyttede selskap | 1 189 |

Tabell 28 – Investeringer i tilknyttede selskap

6.2.4 Andre påvirkninger av selskapsverdi

Verdi av gjeld og minoritetsinteresser trekkes ifra selskapsverdien for å komme frem til virkelig verdi. Bokført verdi brukes, som tidligere, som proxy for markedsverdi av gjeld ettersom at det ikke foreligger tilstrekkelig informasjon om låneavtaler til å gjøre nødvendige utregninger, samt at gjeldsgraden er marginal.

6.3 Relativ verdsettelse

Den relative verdsettelsen gjøres ved å estimere snitt av multiplene P/E, EV/EBITA og EV/Volum for peer-gruppen. Det benyttes markedsverdiene til selskapene for å lage ratioer som multipliseres opp med SalMars tilsvarende tall. En nedside med å ikke benytte estimerte fremtidsverdier for nevnerne er at den relative verdsettelsen da vil basere seg på historiske tall, til motsetning fra DFCF-verdsettelsen. Fordelen med å bruke historiske tall er at estimatene da vil basere seg på reelle tall. I og med at den relative verdsettelsen kun skal brukes som et supplement, benyttes 2018 tall her.

Som nevnt tidligere er Lerøy det selskapet som definitivt er mest nærliggende å sammenligne SalMar med. Som en innsats for å unngå at MOWI og Grieg sine store ulikheter gir en

forholdsmessig stor skjevhet i den relative verdsettelsen, vektes Lerøy dobbelt når gjennomsnittene regnes ut. Med andre ord består peer-gruppen av fire aktører: MOWI, Lerøy, Lerøy og Grieg.

| Relativ verdsettelse | Market Cap | Earnings | | Volume | EV | P/E | EV/EBITA | EV/Volume |
|--------------------------------------|---------------|----------|------------|---------|---------|--------|----------|-----------|
| | | 2018 | EBITA 2018 | (tonn) | | | | |
| SalMar | 46 482 | 3 578 | 3 950 | 142 500 | 48 498 | 12,99x | 12,28x | 0,34x |
| MOWI | 99 338 | 5 463 | 8 734 | 375 200 | 113 496 | 18,18x | 12,99x | 0,30x |
| Lerøy | 37 253 | 3 598 | 4 228 | 162 039 | 44 505 | 10,35x | 10,53x | 0,27x |
| Grieg | 11 680 | 997 | 1 334 | 74 623 | 14 614 | 11,71x | 10,95x | 0,20x |
| Gjennomsnitt | 46 381 | 3 414 | 4 631 | 193 475 | 54 280 | 12,65x | 11,25x | 0,26x |
| Median | 37 253 | 3 598 | 4 228 | 162 039 | 44 505 | 11,71x | 10,95x | 0,27x |
| EV (MNOK) | | | | | | | 44 435 | 37 322 |
| Minoritetsinteresser | | | | | | | 92 | 92 |
| Bokført verdi av rentebærende gjeld | | | | | | | 2 016 | 2 016 |
| Egenkapitalverdi (MNOK) | | | | | 45 273 | | 42 327 | 35 215 |
| Antall utestående aksjer (mill.) | | | | | 112,67 | | 112,67 | 112,67 |
| Relativ verdi per aksje (NOK) | | | | | 401,80 | | 375,66 | 312,53 |
| Likevektet gjennomsnitt (NOK) | 363,33 | | | | | | | |

Tabell 29 – Relativ verdsettelse

Selskapenes markedsverdi av egenkapital er hentet fra aksjeprisene 31. mars 2019 for å samsvare med gjeld som er hentet fra kvartalsrapportene fra første kvartal som er de siste offisielle tallene før verdsettelsesdato. Bokført verdi av gjeld benyttes ut fra de samme forutsetningene som tidligere kapittel. Selskapsverdi, EV, er da markedsverdi for selskapet per 31. mars 2019. MOWI sine regnskap oppgis i EUR og selskapets gjeld er da konvertert til NOK ved å benytte vekslingskurs 1. april 2019.

Ved å multiplisere SalMars totalresultat, EBITA og volum med multiplene fra peer-gruppen, samt trekke fra gjeld og andre verdier som ikke tilfaller EK, kommer man frem til estimat for egenkapitalverdi. Ved å dividere disse på antall utestående aksjer, kommer man frem til estimat for verdi per aksje.

P/E gir et verdiesimat på 401,80 NOK per aksje og indikerer at aksjen er noe underpriset. Peer-gruppen viser imidlertid at MOWI trekker snittet veldig opp, til tross for at Lerøy er vektet dobbelt, og peker på ulempen med å ha et lavt antall sammenlignbare selskap.

EV/EBITA gir et verdiesimat på 375,66 NOK per aksje og indikerer at aksjen er noe overpriset. EV/volum måler EV mot en kritisk ressurs. Vi ser at SalMars EV/volum er mye høyere enn

snittet for peer-gruppen. Med en verdi på 312,53 NOK per aksje vil aksjen derfor fremstå som svært overpriset.

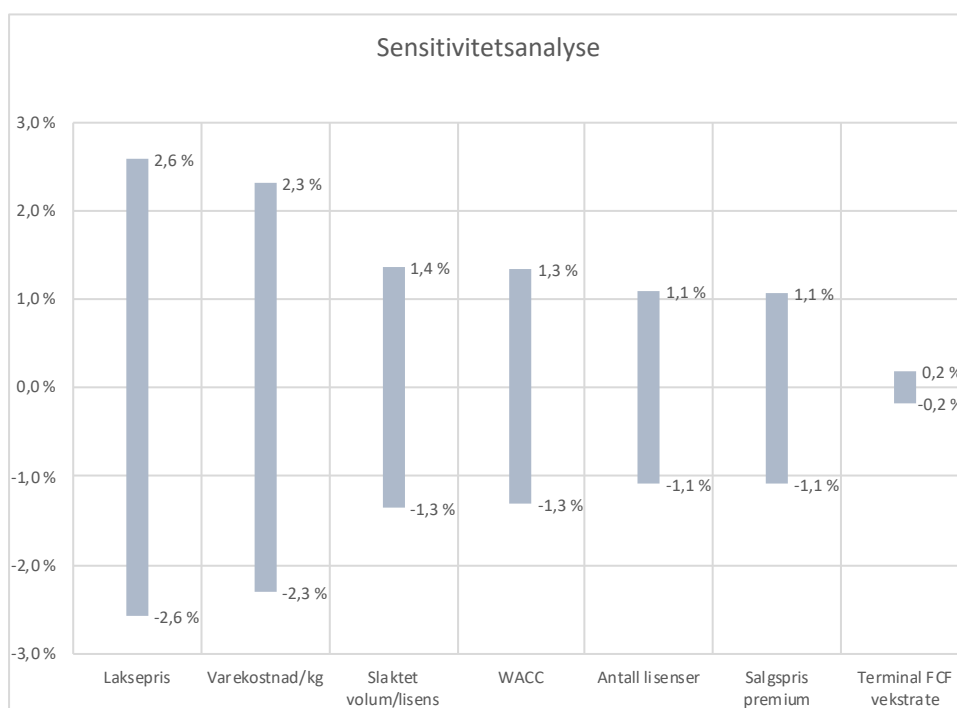
På grunnlag av at det i industrien er svært ulike måter å drive lakseoppdrett på og produksjonen ikke bare er betinget på kapasitet, er dermed volum ikke nødvendigvis en god måte å sammenligne selskapene på. Samtidig vil det være fordeler og ulemper med alle multiplene. 312,53 NOK oppfattes som en ekstrem verdi som ikke gjenspeiler SalMars virkelige aksjepris. Likevel medberegnes dette i et likevektet gjennomsnitt for å unngå fallgruven med å utelate estimer som ikke «passer inn» i verdsettelsen. Snittet av de tre verdiestimatene med Lerøy vektet dobbelt, er 363,33 NOK. Til sammenligning var SalMars aksjepris kr 392 per 30. april 2019. Den relative verdsettelsen indikerer at SalMars aksjer er 8% overpriset.

7 Scenario- og sensitivitetsanalyse

Aksjeverdien som ble estimert i den fundamentale verdsettelsen i forrige kapittel avhenger av underliggende faktorer som hver for seg eller samlet påvirker verdien i større eller mindre grad. Disse faktorene er definert ved å benytte historisk og strategisk analyse, men er til syvende og sist sterkt preget av analytikerens preferanser og persepsjon. Ved å analysere endringen i aksjeverdi når man endrer disse underliggende faktorene får man et inntrykk av verdsettelsens kredibilitet og man avdekker hvilke faktorer som er verdiens hovedmotivasjon. Analysene gjøres gjennom en sensitivitetsanalyse som ser på følsomheten i aksjeverdien av hver enkelt faktor, ceteris paribus, samt en scenarioanalyse som behandler faktorene overordnet gjennom et best-case og worst-case scenario. Analysene bygger på standard metodikk.

7.1 Sensitivitetsanalyse

Ved å definere underliggende faktorer som driverne er direkte avhengig av, kan man ved å endre disse se konkret utslag i aksjeverdi. Det er som nevnt viktig at hver av faktorene som undersøkes er uavhengig av hverandre. De variablene som er utvalgt for denne analysen er: laksepris (forward) og prispremium, antall lisenser, slaktet volum/lisens og varekostnad/kg. I tillegg er det tatt med statiske variabler som kapitalkostnad og kontantstrømmenes vekstrate i terminalperioden. Analysen er utført ved å endre faktorene med 1% opp eller ned for hvert år i prognosen og se hvilket prosentvist utslag det gir i aksjeprisen.



Figur 11 – Sensitivitetsanalyse

Det er viktig å påpeke at varekostnad/kg og WACC gir inverse utslag. Intuitivt kan man lett se at hvis man øker varekostnaden eller avkastningskravet så vil det gi lavere verdi. Analysen viser at det er laksepris og varekostnad/kg som driver verdien i størst grad. 1% økning i lakseprisen som er hentet fra forward-estimatene til Fish Pool gjør at aksjeprisen øker med 2,6%. 1% økning i varekostnad/kg fører til en verdireduksjon på 2,3%. Faktoren som gir minst utslag er vekstraten i terminalperioden. Til tross for at terminalverdien utgjør en stor andel av kontantstrømmene, er vekstraten satt så lavt i utgangspunktet at 1% endring i denne utgjør relativt lite, særlig når denne verdien er diskontert i tillegg. Ved å se nærmere på laksepris og varekostnad/kg separat, får man en antakelse om hvilke krefter som spiller inn.

| Virkelig aksjeverdi (NOK) | -25 % | -20 % | -15 % | -10 % | -5 % | -1 % | 0 % | 1 % | 5 % | 10 % | 15 % | 20 % | 25 % |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Laksepris (forward) | 168,4 | 229,5 | 290,7 | 351,8 | 413,0 | 461,9 | 474,1 | 486,4 | 535,3 | 596,4 | 657,6 | 718,7 | 779,9 |
| Varekostnad/kg | 747,3 | 692,7 | 638,1 | 583,4 | 528,8 | 485,1 | 474,1 | 463,2 | 419,5 | 364,9 | 310,2 | 255,6 | 200,9 |

Tabell 30 – Sensitivitetsanalyse - pris

Antakelsen om *ceteris paribus* med tanke på disse to faktorene virker teoretisk i dette tilfellet. Det er stor grunn til å anta en sammenheng mellom laksepris og fôrpris i det norske markedet med få, store aktører, både av oppdrettere og fôrprodusenter. Likevel antas det at markedet søker mot balanse og følgelig at den enkelte aktør ikke kan påvirke prisene på egenhånd. Innsikten fra sensitivitetsanalysen tas videre inn i scenarioanalysen.

7.2 Scenarioanalyse

Det benyttes de samme underliggende driverne som i sensitivitetsanalysen for å bygge to scenarioer, et worst-case og et best-case. Disse sammenlignes med base-caset fra den fundamentale verdsettelsen og vil gi et bilde av hvor utsatt SalMar er for endringer i forutsetninger. Casene er forankret blant annet i SWOT-analysen, men også all annen bakgrunnsinformasjon som ligger til grunn for denne verdsettelsen.

7.2.1 Best-case scenario

I dette scenarioet holder lakseprisen seg på dagens nivå. Varekostnad/kg holder seg også på dagens nivå på grunn av at fôrprisene ikke stiger. SalMar opprettholder dagens effektivitet i utnyttelse av lisensene og får i tillegg innvilget en årlig økning i MTB på 3% (annethvert år i base-case) som følge av at de tilfredsstillende miljøkriteriene i trafikklyssystemet og at Norge legger til rette for økningen i produksjon for å nå det langsiktige eksportmålet. Resultatene fra første innhøsting fra Ocean Farm 1 i 2019 er tilfredsstillende slik at SalMar får konvertert 6 av

utviklingskonsesjonene til ordinære konsesjoner allerede i 2020, og de resterende 2 i 2022. I estimeringen av beta vektlegges Grieg i mindre grad, da de anses som mindre relevant for SalMars betaestimat. I tillegg reduseres risikofri rente noe og følgelig reduseres avkastningskravet. Til slutt, Norge modererer sin konservative regulering av den langsiktige produksjonen og dermed anslås veksten i terminalperioden som noe høyere, 1,5%, mot 1% i base-caset.

| Best case scenario (NOK) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|---------------------------------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Laksepris | 60,76 | 60,76 | 60,76 | 60,76 | 60,76 | 60,76 | 60,76 |
| Varekostnad/kg | 32,18 | 32,18 | 32,18 | 32,18 | 32,18 | 32,18 | 32,18 |
| Slaktet volum/lisens | 1 468 | 1 468 | 1 512 | 1 512 | 1 557 | 1 557 | 1 604 |
| Antall lisenser | 100 | 106 | 106 | 108 | 108 | 108 | 108 |
| WACC | 5,16 % | | | | | | |
| Terminal FCF vekstrate | 1,50 % | | | | | | |
| Virkelig verdi per aksje (NOK) | 736,96 | | | | | | |

Tabell 31 – Best case scenario

Verdiestimatet fra dette scenarioet er på 736,96 NOK, opp 55% fra base-caset. En av de store antakelsene her er at utviklingskonsesjonene kan omgjøres allerede fra 2020. SalMar var det første selskapet som fikk utviklingskonsesjoner i 2016 og dermed finnes det ikke presedens, noe som gjør det vanskelig å si noe om når og hvordan konverteringene ser ut.

7.2.2 Worst-case scenario

I dette scenarioet reduseres fremtidig laksepris. På ingen måte tilbake til 2015 nivå, men likevel ned 10% fra spot-pris i 2018. Råvareprisene for produksjon av fiskefôr øker på grunn av høy etterspørsel og dermed øker fôrprisene for oppdrettsaktørene. SalMar klarer akkurat å holde på dagens effektivitet og utnyttelse av lisensene, men stadige utfordringer med lakselus, rømming og alger setter en stopper for videre vekst. Resultatene fra Ocean Farm 1 er ikke tilfredsstillende og fiskeridirektoratet avviser søknad om konvertering av konsesjoner overhode. Risikofri rente stiger og følgelig stiger også avkastningskravet. Som følge av disse forholdene reduseres kontantstrømmene, og estimatet for vekstraten i terminalperioden reduseres også til 0,5%.

| Worst case scenario (NOK) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|---------------------------------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Laksepris | 60,00 | 59,00 | 58,00 | 57,00 | 56,00 | 55,00 | 54,00 |
| Varekostnad/kg | 33,90 | 34,58 | 35,27 | 35,97 | 36,69 | 37,43 | 38,18 |
| Slaktet volum/lisens | 1 425 | 1 425 | 1 425 | 1 425 | 1 425 | 1 425 | 1 425 |
| Antall lisenser | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| WACC | 5,84 % | | | | | | |
| Terminal FCF vekstrate | 0,50 % | | | | | | |
| Virkelig verdi per aksje (NOK) | 180,60 | | | | | | |

Tabell 32 – Worst case scenario

Verdiestimatet fra dette scenarioet er på 180,60 NOK, ned 62% fra base-caset. At SalMar ikke får noe tilførsel av konsesjoner virker strengt, men likevel er det ingen selvfølge at utviklingskonsesjoner konverteres. Som pioner kan SalMar straffes etter rømmingen av 16.000 fisk fra Ocean Farm 1 i 2018 for å statuere et eksempel.

7.3 Konklusjon fra analysene

Ut fra sensitivitetsanalysen ser man at oppdrettsbransjen er svært sensitiv i prisendring, både laksepris og pris på fôr. De teknologiske utsiktene er usikre og selskapene investerer tungt i utvikling uten at man sikkert kan si hvordan prisene utvikler seg. Markedet i dag er preget av en mangel på tilbud, noe som forsterkes av høy grad av regulering. Bransjen er avhengig av fungerende markedskrefter og at etterspørselen i det globale markedet stiger i takt med tilbudet. Ut fra scenarioanalysen ser man at det ikke er mye som skal til for å påvirke verdien på selskapet vesentlig. Likevel gjør analysen at synet på verdiestimatet fra verdsettelsen forsterkes. At aksjeverdien på 474,13 NOK ligger omtrent mitt mellom de to ekstrem-casene øker tilliten til at estimatet er fornuftig.

8 Konklusjon

Denne avhandlingen har hatt som formål å verdsette virkelig aksjeverdi for SalMar ASA per 30. april 2019. Verdiestimatet fremkommer av verdsettelsesmetoden Enterprise Discounted Cash Flow method (EDCF) og suppleres av en relativ verdsettelsesmetode.

Resultatet fra EDCF-metoden gir et verdiestimat på 474,13 NOK. Aksjen stengte på 392,00 NOK den 30. april 2019. Dette indikerer at aksjen er svært underpriset – ca. 17%. Differansen som EDCF-modellen presenterer indikerer at markedet er mer konservativt i sitt syn på SalMars fremtidige kontantstrømmer. Det kan blant annet gjelde lavere inntekter på grunn av antakelse om lavere laksepriser, høyere produksjonskostnader, usikkerhet rundt investeringsbehov, teknologisk utvikling eller makroøkonomiske faktorer. I tillegg kan det ligge en generell usikkerhet om sannsynligheten for at bransjens ekstreme vekst vil vedvare over lenger tid.

Relativ verdsettelse gir til sammenligning et estimat på 363,33 NOK. SalMar har historisk levert generelt bedre ROIC og marginer enn resten av peer-gruppen som består av MOWI, Lerøy Seafood og Grieg Seafood. Dette kan synliggjøres ved at verdiestimatet fra EDCF-metoden også er høyere enn fra den relative verdsettelsen. Det utøves noe forsiktighet i anvendelsen av den relative verdsettelsen, men verdiestimatet gir et bekreftende bilde av at SalMars aksjeverdi fra EDCF ikke bare er høyere enn hva markedet forventer, men også at selskapet har bedre marginer enn resten av peer-gruppen.

Historisk analyse peker på at inntektsgrunnlaget er stabilt som følge av høye laksepriser. Den historiske veksten i produksjon og effektivitet har spillerom og det er fortsatt mulighet for videre vekst. Produksjonskostnadene er imidlertid en faktor som utfordrer lønnsomheten. Økte førkostnader er en risiko hos alle aktører i bransjen og kan representere en kritisk suksessfaktor de kommende årene. SalMar fremstår i dette som veldig lønnsom og effektiv. Avkastning på investert kapital i 2018 er nesten dobbel av samtlige andre i peer-gruppen. Denne lønnsomheten gir investorer trygghet og grunnfester SalMar som et solid og rustet selskap i møte med den usikre fremtiden, men løfter også alvoret med kontinuerlig forbedring.

Strategisk analyse gir også grunnlag for å peke på videre lønnsomhet. Lakseprisene forventes å holde seg høye og eksport av laks forventes også å øke som følge av forventningen om økt etterspørsel av mat og mindre miljøbelastende mat. Regulering av tilbud i Norge gjør at det er

vanskelig for mindre og nye aktører å vokse seg store på kort tid. Det gjør også at aktørene «tvinges» til å holde bransjen bærekraftig og å fokusere på kvalitet. Dette gir rom for noen av SalMars store styrker – kostnadseffektivitet, bærekraftige utviklingsprosjekter på åpent hav og stadig oppgradering av verdikjeden. Egen fôrproduksjon i fremtiden kan være aktuelt for å underbygge dette.

Scenarioanalysen bekrefter antakelsene om at SalMar og bransjen er prissensitive, både fremtidig laksepris og fôrpris. Å løfte laksenæringen som en protein- og energieffektiv næringskilde krever et fungerende samspill mellom leverandør, produsent og marked. Scenarioanalysen, som gir et best-case estimat på 737 NOK og et worst-case estimat på 181 NOK, synliggjør prisavhengigheten ytterligere. Det interessante er at om Norge ønsker å legge til rette for å nå målet om 5 mill. tonn eksportert laks i 2050, er bransjen avhengig at det gis insentiver som øker sannsynligheten for best-case scenarioet.

Bransjen er i en tilpasningsfase der det er store usikkerheter rundt eksterne forhold slik som politikk, skatt, etterspørsel i nye marked, tilgang av fôr og om veien videre er på land eller til havs. I tillegg kan man reflektere rundt om Norge kan beholde sine konkurransefortrinn dersom det globale laksemarkedet skyter i været. Man er avhengig av en kollektiv innsats mellom produsent og politikk der det legges til rette for vekst, men også opprettholder bærekraftigheten som har vært mer eller mindre vellykket til nå. Det som er sikkert er at SalMar virker fullt kapabel til å imøtekomme endringene som skjer i bransjen. Selskapet er og har vært en spydspiss i den globale lakseindustrien, både gjennom produksjon og teknologisk fremskritt. Dette underbygger konklusjonen om at aksjen er underpriset og det anbefales kjøp som handlingsstrategi.

“The best way to predict the future is to create it”

Abraham Lincoln

Referanser

- Barentswatch.no. (2019). *Rømming*. BarentsWatch, SINTEF Ocean og Nofima.
- EY. (2017). *Norwegian Aquaculture Analysis 2017*.
- Fish Pool. (2019). *Forward prices*. Fishpool.eu.
- Fiskeridirektoratet. (2019a). *Hvor stor er oppdrettsnæringen i Norge?* Fiskeridir.no.
- Fiskeridirektoratet. (2019b). *16 000 laks rømte fra havmerden*. Fiskeridir.no.
- Fiskeridirektoratet. (2018). *Kapasitetsjustering/trafikklyssystemet*. Fiskeridir.no.
- Fiskeridirektoratet. (2017). *Tildelingsprosessen*. Fiskeridir.no
- Fiskeridirektoratet. (2016). *Biomasse*. Fiskeridir.no
- Fiskeridirektoratet. (2015). *Tillatelser til særlige formål*. Fiskeridir.no
- FN-Sambandet. (2018). *Befolkning, migrasjon og urbanisering*. FN.no
- Grieg Seafood ASA. (2018). *Annual Report 2018*.
- McKinsey & Company Inc., Koller, T., Goedhart, M. og Wessels, D. (2015). *Valuation: measuring and managing the value of companies*. (6th University ed.) EBook.
- Kontali Analyse. (2017). *Population Division of the Department of Economic and Social Affairs of the United Nations, World Population Prospects: The 2017 Revision*.
- Lerøy Seafood Group. (2018). *Årsrapport 2018*.
- MOWI ASA. (2018). *Annual Report 2018*.
- Marine Harvest ASA. (2018). *Salmon Farming Industry Handbook 2018*.
- Mattilsynet.no. (2018). *Lakselus*.
- Misund, B., Aasche, F. og Øglend, A. (2016). *FishPool Priser – Hva Forteller de oss om Fremtidige Laksepriser?*. Norsk Fiskeoppdrett 8-2016, 74-77.
- Norges bank. (2019). *Statsobligasjoner*. Norges-bank.no
- Norges lover. (2005). *Akvakulturloven*.
- Norges Sjømatråd. (2018). *Satser stort på norsk torsk i Kina*. Seafood.no
- Norges Sjømatråd/Sjømat Norge. (2018a). *Et blick framover*. Laks.no.
- Norges Sjømatråd/Sjømat Norge. (2018b). *Norsk Havbrukshistorie*. Laksefakta.no.
- Norges Sjømatråd/Sjømat Norge. (2018c). *I dag*. Laks.no.
- NTNU-Ålesund, SINTEF Ocean AS og Samfunns- og næringslivsforskning. (2018). *Analyse av landbasert oppdrett av laks: Produksjon, økonomi og risiko*.
- Porter, M. E. (1985). *Competitive Advantage*. Collier Macmillan Publishers.
- PricewaterhouseCoopers. (2017). *PwC Seafood Barometer 2017*.
- Regjeringen.no. (2014). *Norsk havbruksnæring*. Det Kongelige Norske Videnskabers Selskap

og Norges Tekniske Vitenskapsakademi.

SalMar ASA. (2014). *Årsrapport 2014*.

SalMar ASA. (2015). *Årsrapport 2015*.

SalMar ASA. (2016). *Årsrapport 2016*.

SalMar ASA. (2017). *Årsrapport 2017*.

SalMar ASA. (2018). *Årsrapport 2018*.

SSB. (2019). Statistikkbanken. *Eksport av fersk og frosen oppalen laks 2000 – 2019*.

Standard & Poor's og Morgan Stanley Capital International. (2004). *S&P Global Industry*

Classification Standard. McKinsey & Company. (2006). *A long-term look at ROIC*.

Veterinærinstituttet.no. (2019). *Oppdrett av laks i lukkede merder*

Vedlegg

Vedlegg A – Kalkulering av historisk NOPLAT for alle selskap (forenklet modell)

Vedlegg A.1 – SalMar ASA

| Kalkulering av NOPLAT (NOK) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Driftsinntekter | 7 186 | 7 327 | 9 030 | 10 817 | 11 343 |
| Varekostnad | 3 175 | 3 563 | 4 001 | 4 722 | 4 585 |
| Driftskostnader | 1 853 | 2 038 | 2 240 | 2 514 | 2 808 |
| Lønnskostnad | 710 | 766 | 862 | 929 | 1 040 |
| Annen driftskostnad | 1 143 | 1 272 | 1 378 | 1 585 | 1 768 |
| EBITDA | 2 158 | 1 726 | 2 789 | 3 581 | 3 950 |
| Av- og nedskrivning av varige DM | 278 | 321 | 358 | 419 | 488 |
| Operasjonell EBITA | 1 880 | 1 405 | 2 431 | 3 162 | 3 462 |
| Skatt | 508 | 379 | 608 | 759 | 796 |
| NOPAT | 1 372 | 1 026 | 1 823 | 2 403 | 2 666 |
| Økning (reduksjon) i utsatt skatt | 63 - | 32 | 264 - | 133 | 179 |
| NOPLAT | 1 435 | 994 | 2 087 | 2 270 | 2 845 |

Vedlegg A.2 – MOWI ASA

| Kalkulering av NOPLAT (NOK) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Driftsinntekter | 25 531 | 27 881 | 32 608 | 34 035 | 36 581 |
| Varekostnad | 14 188 | 15 768 | 12 969 | 18 925 | 15 987 |
| Driftskostnader | 6 671 | 7 796 | 8 482 | 9 635 | 10 508 |
| Lønnskostnad | 3 321 | 3 826 | 4 088 | 4 458 | 4 846 |
| Annen driftskostnad | 3 350 | 3 970 | 4 394 | 5 177 | 5 662 |
| EBITDA | 4 672 | 4 317 | 11 157 | 5 475 | 10 086 |
| Av- og nedskrivning av varige DM | 967 | 1 252 | 1 328 | 1 399 | 1 468 |
| Operasjonell EBITA | 3 705 | 3 065 | 9 829 | 4 076 | 8 617 |
| Skatt | 1 000 | 828 | 2 457 | 978 | 1 982 |
| NOPAT | 2 705 | 2 237 | 7 372 | 3 098 | 6 635 |
| Økning (reduksjon) i utsatt skatt | 204 | 190 | 459 - | 916 | 667 |
| NOPLAT | 2 909 | 2 427 | 7 830 | 2 182 | 7 303 |

Vedlegg A.3 – Lerøy Seafood Group

| Kalkulering av NOPLAT (NOK) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Driftsinntekter | 12 696 | 13 485 | 17 270 | 18 620 | 19 880 |
| Varekostnad | 8 003 | 8 812 | 10 265 | 9 654 | 10 379 |
| Driftskostnader | 2 534 | 2 859 | 3 650 | 4 665 | 5 274 |
| Lønnskostnad | 1 271 | 1 411 | 1 786 | 2 438 | 2 669 |
| Annen driftskostnad | 1 263 | 1 448 | 1 864 | 2 227 | 2 605 |
| EBITDA | 2 159 | 1 814 | 3 355 | 4 301 | 4 227 |
| Av- og nedskrivning av varige DM | 371 | 434 | 512 | 583 | 660 |
| Operasjonell EBITA | 1 788 | 1 380 | 2 843 | 3 718 | 3 567 |
| Skatt | 483 | 373 | 711 | 892 | 820 |
| NOPAT | 1 305 | 1 007 | 2 132 | 2 826 | 2 747 |
| Økning (reduksjon) i utsatt skatt | 44 | 37 | 1 234 | 488 | 130 |
| NOPLAT | 1 349 | 1 044 | 3 366 | 2 338 | 2 877 |

Vedlegg A.4 – Grieg Seafood ASA

| Kalkulering av NOPLAT (NOK) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Driftsinntekter | 4 166 | 4 646 | 6 604 | 7 037 | 7 550 |
| Varekostnad | 2 293 | 2 739 | 3 287 | 3 724 | 3 853 |
| Driftskostnader | 1 388 | 1 645 | 1 975 | 2 208 | 2 363 |
| Lønnskostnad | 360 | 409 | 483 | 483 | 541 |
| Annen driftskostnad | 1 028 | 1 236 | 1 492 | 1 725 | 1 822 |
| EBITDA | 485 | 262 | 1 342 | 1 105 | 1 334 |
| Av- og nedskrivning av varige DM | 140 | 213 | 174 | 201 | 235 |
| Operasjonell EBITA | 345 | 49 | 1 168 | 904 | 1 099 |
| Skatt | 93 | 13 | 292 | 217 | 253 |
| NOPAT | 252 | 36 | 876 | 687 | 846 |
| Økning (reduksjon) i utsatt skatt | 3 | 21 | 136 | 47 | 156 |
| NOPLAT | 255 | 15 | 1 012 | 734 | 1 002 |

Vedlegg B – Kalkulering av historisk investert kapital for alle selskap

Vedlegg B.1 – SalMar ASA

| Kalk. av investert kapital (NOK) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| Varelager | 3 321 | 3 634 | 5 222 | 4 395 | 5 766 |
| Kundefordringer | 888 | 816 | 596 | 501 | 630 |
| Andre fordringer | 293 | 258 | 302 | 243 | 289 |
| Kontanter og tilsvarende | 144 | 147 | 181 | 177 | 227 |
| Sum Operating Current Assets | 4 646 | 4 855 | 6 301 | 5 316 | 6 912 |
| Leverandørgjeld | 409 | 649 | 1 199 | 1 249 | 1 195 |
| Betalbar skatt | 322 | 292 | 423 | 672 | 691 |
| Skyldige offentlige avgifter | 144 | 153 | 189 | 171 | 301 |
| Annen kortsiktig gjeld | 381 | 489 | 776 | 404 | 501 |
| Sum Operating Current Liabilities | 1 256 | 1 583 | 2 587 | 2 496 | 2 688 |
| Operating net Working Capital | 3 390 | 3 272 | 3 714 | 2 820 | 4 224 |
| Varige driftsmidler | 2 017 | 2 404 | 3 138 | 3 605 | 3 591 |
| Immaterielle eiendeler | 2 451 | 2 466 | 2 464 | 2 479 | 2 957 |
| Investert Kapital eks. GW | 7 858 | 8 142 | 9 316 | 8 904 | 10 772 |
| Goodwill | 447 | 447 | 446 | 446 | 446 |
| Investert Kapital | 8 305 | 8 589 | 9 762 | 9 350 | 11 218 |
| Overskuddskontanter | 23 | 127 | 93 | - | 13 |
| Finansielle anleggsmidler | 539 | 636 | 959 | 1 080 | 1 216 |
| Total Investering | 8 867 | 9 352 | 10 814 | 10 430 | 12 447 |
| Langsiktig gjeld | 2 191 | 2 753 | 2 440 | 1 156 | 1 019 |
| Gjeld til kredittinstitusjoner | 277 | 140 | 199 | 244 | 748 |
| Utsatt skatt | 1 263 | 1 231 | 1 495 | 1 362 | 1 541 |
| Gjeld og tilsvarende | 3 731 | 4 124 | 4 134 | 2 762 | 3 308 |
| Innskutt egenkapital | 478 | 501 | 529 | 557 | 597 |
| Opptjent egenkapital | 4 599 | 4 646 | 6 069 | 7 022 | 8 451 |
| Ikke-kontrollerende eierinteresser | 61 | 80 | 82 | 88 | 92 |
| Egenkapital og tilsvarende | 5 138 | 5 227 | 6 680 | 7 667 | 9 140 |
| Avrunding | - | 2 | 1 | 1 | - |
| Total Investering | 8 867 | 9 352 | 10 814 | 10 430 | 12 447 |

Vedlegg B.2 – MOWI ASA

| Kalk. av investert kapital (NOK) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Varelager | 12 415 | 13 605 | 16 926 | 14 065 | 17 705 |
| Kundefordringer | 3 360 | 3 926 | 4 626 | 4 458 | 4 731 |
| Andre fordringer | 1 343 | 1 668 | 1 366 | 1 110 | 1 487 |
| Kontanter og tilsvarende | 511 | 558 | 652 | 550 | 732 |
| Sum Operating Current Assets | 17 629 | 19 757 | 23 570 | 20 184 | 24 655 |
| Leverandørgjeld | 2 039 | 2 380 | 2 564 | 2 621 | 2 687 |
| Betalbar skatt | 525 | 696 | 1 328 | 849 | 1 152 |
| Skyldige offentlige avgifter | 508 | 440 | 1 431 | 93 | 125 |
| Annen kortsiktig gjeld | 2 604 | 2 391 | 2 518 | 2 696 | 2 745 |
| Sum Operating Current Liabilities | 5 676 | 5 907 | 7 841 | 6 258 | 6 708 |
| Operating net Working Capital | 11 953 | 13 850 | 15 730 | 13 925 | 17 947 |
| Varige driftsmidler | 8 257 | 9 246 | 9 364 | 10 101 | 11 669 |
| Immaterielle eiendeler | 9 246 | 10 024 | 7 395 | 5 979 | 7 744 |
| Investert Kapital eks. GW | 29 456 | 33 120 | 32 489 | 30 005 | 37 360 |
| Goodwill | 2 417 | 2 485 | 2 490 | 2 388 | 2 773 |
| Investert Kapital | 31 873 | 35 605 | 34 978 | 32 393 | 40 134 |
| Overskuddskontanter | 684 | 19 | 165 | - | 170 |
| Finansielle anleggsmidler | - 1 258 | - 1 272 | 1 709 | 1 744 | 2 361 |
| Total Investering | 31 299 | 34 352 | 36 853 | 34 137 | 42 665 |
| Langsiktig gjeld | 13 004 | 12 405 | 13 415 | 8 031 | 11 069 |
| Gjeld til kredittinstitusjoner | 7 | 2 | - | 1 213 | - |
| Utsatt skatt | 3 569 | 3 759 | 4 218 | 3 302 | 3 969 |
| Gjeld og tilsvarende | 16 580 | 16 166 | 17 632 | 12 545 | 15 038 |
| Innskutt egenkapital | 13 061 | 15 293 | 11 427 | 12 741 | 16 649 |
| Opptjent egenkapital | 1 641 | 2 885 | 7 785 | 8 842 | 10 959 |
| Ikke-kontrollerende eierinteresser | 16 | 9 | 9 | 9 | 19 |
| Egenkapital og tilsvarende | 14 718 | 18 187 | 19 221 | 21 592 | 27 627 |
| Avrunding | 1 | - 1 | | - | 1 |
| Total Investering | 31 299 | 34 352 | 36 853 | 34 137 | 42 665 |

Vedlegg B.3 – Lerøy Seafood Group

| Kalk. av investert kapital (NOK) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Varelager | 4 207 | 4 873 | 7 140 | 5 449 | 6 879 |
| Kundefordringer | 1 428 | 1 569 | 2 209 | 1 972 | 2 152 |
| Andre fordringer | 303 | 308 | 421 | 437 | 427 |
| Kontanter og tilsvarende | 254 | 270 | 345 | 372 | 398 |
| Sum Operating Current Assets | 6 192 | 7 020 | 10 115 | 8 230 | 9 856 |
| Leverandørgjeld | 1 054 | 916 | 1 367 | 1 310 | 1 486 |
| Betalbar skatt | 335 | 200 | 478 | 820 | 678 |
| Skyldige offentlige avgifter | 70 | 123 | 264 | 234 | 227 |
| Annen kortsiktig gjeld | 414 | 439 | 930 | 622 | 755 |
| Sum Operating Current Liabilities | 1 873 | 1 678 | 3 039 | 2 986 | 3 146 |
| Operating net Working Capital | 4 319 | 5 342 | 7 076 | 5 244 | 6 710 |
| Varige driftsmidler | 2 677 | 2 900 | 4 209 | 5 148 | 6 607 |
| Immaterielle eiendeler | 2 151 | 2 217 | 5 899 | 5 888 | 5 948 |
| Investert Kapital eks. GW | 9 147 | 10 459 | 17 184 | 16 280 | 19 265 |
| Goodwill | 2 083 | 2 133 | 2 119 | 2 132 | 2 218 |
| Investert Kapital | 11 230 | 12 592 | 19 303 | 18 412 | 21 483 |
| Overskuddskontanter | 1 106 | 978 | 1 889 | 3 142 | 2 638 |
| Finansielle anleggsmidler | 650 | 737 | 847 | 1 118 | 1 105 |
| Total Investering | 12 986 | 14 307 | 22 039 | 22 672 | 25 226 |
| Langsiktig gjeld | 2 906 | 2 508 | 4 669 | 5 046 | 4 618 |
| Gjeld til kredittinstitusjoner | 469 | 1 465 | 1 094 | 830 | 1 032 |
| Utsatt skatt | 1 531 | 1 568 | 2 802 | 2 314 | 2 444 |
| Gjeld og tilsvarende | 4 906 | 5 541 | 8 565 | 8 190 | 8 094 |
| Innskutt egenkapital | 2 786 | 2 786 | 4 838 | 4 838 | 4 838 |
| Opptjent egenkapital | 4 476 | 5 100 | 7 702 | 8 769 | 11 315 |
| Ikke-kontrollerende eierinteresser | 817 | 878 | 935 | 875 | 981 |
| Egenkapital og tilsvarende | 8 079 | 8 764 | 13 475 | 14 482 | 17 134 |
| Avrunding | 1 | 2 | - 1 | - | 2 |
| Total Investering | 12 986 | 14 307 | 22 039 | 22 672 | 25 226 |

Vedlegg B.4 – Grieg Seafood ASA

| Kalk. av investert kapital (NOK) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Varelager | 1 935 | 2 020 | 2 549 | 2 790 | 3 321 |
| Kundefordringer | 504 | 582 | 801 | 761 | 925 |
| Andre fordringer | 93 | 146 | 212 | 247 | 169 |
| Kontanter og tilsvarende | 83 | 93 | 132 | 141 | 138 |
| Sum Operating Current Assets | 2 615 | 2 841 | 3 694 | 3 939 | 4 553 |
| Leverandørgjeld | 360 | 653 | 494 | 585 | 649 |
| Betalbar skatt | 57 | 25 | 172 | 157 | 130 |
| Skyldige offentlige avgifter | 14 | 12 | 49 | 16 | 29 |
| Annen kortsiktig gjeld | 160 | 150 | 246 | 242 | 165 |
| Sum Operating Current Liabilities | 591 | 840 | 961 | 1 000 | 973 |
| Operating net Working Capital | 2 024 | 2 001 | 2 733 | 2 939 | 3 580 |
| Varige driftsmidler | 1 425 | 1 535 | 1 510 | 1 872 | 2 293 |
| Immaterielle eiendeler | 1 078 | 1 110 | 1 079 | 1 087 | 1 147 |
| Investert Kapital eks. GW | 4 527 | 4 646 | 5 322 | 5 898 | 7 020 |
| Goodwill | 109 | 111 | 109 | 109 | 109 |
| Investert Kapital | 4 636 | 4 757 | 5 431 | 6 007 | 7 129 |
| Overskuddskontanter | 98 | 299 | 372 | 131 | - |
| Finansielle anleggsmidler | 26 | 40 | 5 | 14 | 40 |
| Total Investering | 4 760 | 5 096 | 5 808 | 6 152 | 7 169 |
| Langsiktig gjeld | 1 222 | 1 817 | 1 257 | 1 417 | 1 613 |
| Gjeld til kredittinstitusjoner | 737 | 502 | 668 | 665 | 795 |
| Utsatt skatt | 560 | 539 | 675 | 722 | 878 |
| Gjeld og tilsvarende | 2 519 | 2 858 | 2 600 | 2 804 | 3 286 |
| Innskutt egenkapital | 535 | 581 | 505 | 529 | 526 |
| Opptjent egenkapital | 1 687 | 1 626 | 2 646 | 2 775 | 3 308 |
| Ikke-kontrollerende eierinteresser | 19 | 30 | 56 | 44 | 49 |
| Egenkapital og tilsvarende | 2 241 | 2 237 | 3 207 | 3 348 | 3 883 |
| Avrunding | | 1 | 1 | | |
| Total Investering | 4 760 | 5 096 | 5 808 | 6 152 | 7 169 |

Vedlegg C – Prognose av konsolidert totalresultat for SalMar ASA

| Totalresultat (NOK) | Estimert | | | | | | | |
|----------------------------------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2018A | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
| Salgsinntekt | 11 343 | 11 408 | 11 921 | 11 864 | 12 813 | 12 957 | 13 494 | 14 167 |
| Varekostnad | 4 585 | 4 831 | 5 205 | 5 281 | 5 413 | 5 668 | 5 903 | 5 969 |
| Driftskostnader | 3 296 | 3 367 | 3 659 | 3 847 | 4 055 | 4 161 | 4 326 | 4 475 |
| Lønnskostnad | 1 040 | 1 044 | 1 124 | 1 191 | 1 219 | 1 274 | 1 325 | 1 339 |
| Annen driftskostnad | 1 768 | 1 802 | 1 883 | 1 875 | 2 025 | 2 047 | 2 132 | 2 238 |
| Av- og nedskrivning av varige DM | 488 | 521 | 651 | 782 | 811 | 840 | 869 | 898 |
| Operasjonelt driftsresultat | 3 462 | 3 210 | 3 057 | 2 737 | 3 346 | 3 128 | 3 265 | 3 723 |
| Netto ikke-operasjonell kost | 1 099 | 285 | 298 | 297 | 320 | 324 | 337 | 354 |
| EBIT | 4 561 | 3 495 | 3 355 | 3 033 | 3 666 | 3 452 | 3 602 | 4 077 |
| Netto finansposter | - 107 | - 107 | - 95 | - 100 | - 101 | - 104 | - 107 | - 110 |
| EBT | 4 454 | 3 388 | 3 260 | 2 933 | 3 565 | 3 349 | 3 496 | 3 967 |
| Skatt | 873 | 745 | 717 | 645 | 784 | 737 | 769 | 873 |
| Årsresultat | 3 581 | 2 643 | 2 543 | 2 288 | 2 781 | 2 612 | 2 727 | 3 094 |

Vedlegg D – Prognose av konsolidert balanseregnskap for SalMar ASA

| Balanseregnskap (NOK) | Estimert | | | | | | | |
|------------------------------------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2018A | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
| Kontanter og tilsvarende | 240 | 228 | 238 | 237 | 256 | 259 | 270 | 283 |
| Kundefordringer | 630 | 924 | 966 | 961 | 1 038 | 1 050 | 1 093 | 1 148 |
| Varelager | 5 766 | 5 372 | 5 788 | 5 872 | 6 019 | 6 302 | 6 564 | 6 637 |
| Andre fordringer | 289 | 343 | 370 | 375 | 384 | 402 | 419 | 424 |
| Omløpsmidler | 6 925 | 6 868 | 7 361 | 7 445 | 7 698 | 8 013 | 8 346 | 8 492 |
| Varige driftsmidler | 3 591 | 4 492 | 5 392 | 5 592 | 5 792 | 5 992 | 6 192 | 6 392 |
| Immaterielle eiendeler | 2 957 | 2 957 | 2 997 | 2 997 | 2 997 | 3 037 | 3 037 | 3 037 |
| Goodwill | 446 | 446 | 446 | 446 | 446 | 446 | 446 | 446 |
| Finansielle anleggsmidler | 1 216 | 1 186 | 1 240 | 1 234 | 1 333 | 1 348 | 1 403 | 1 473 |
| Anleggsmidler | 8 210 | 9 081 | 10 075 | 10 269 | 10 568 | 10 823 | 11 078 | 11 348 |
| Sum Eiendeler | 15 135 | 15 949 | 17 436 | 17 714 | 18 265 | 18 836 | 19 425 | 19 840 |
| Leverandørgjeld | 1 195 | 1 097 | 1 182 | 1 199 | 1 229 | 1 287 | 1 340 | 1 355 |
| Gjeld til kredittinstitusjoner | 748 | 377 | 406 | 412 | 422 | 442 | 460 | 466 |
| Betalbar skatt | 691 | 582 | 608 | 605 | 653 | 661 | 688 | 723 |
| Skyldige offentlige avgifter | 301 | 240 | 250 | 249 | 269 | 272 | 283 | 298 |
| Annen kortsiktig gjeld | 501 | 647 | 697 | 708 | 725 | 759 | 791 | 800 |
| Sum Kortsiktig gjeld | 3 436 | 2 942 | 3 143 | 3 172 | 3 299 | 3 421 | 3 563 | 3 640 |
| Langsiktig gjeld | 1 019 | 1 019 | 1 019 | 1 019 | 1 019 | 1 019 | 1 019 | 1 019 |
| Sum Gjeld | 4 455 | 3 961 | 4 162 | 4 191 | 4 318 | 4 440 | 4 582 | 4 659 |
| Utsatt skatt | 1 541 | 1 757 | 1 836 | 1 827 | 1 973 | 1 995 | 2 078 | 2 182 |
| Innskutt egenkapital | 597 | 631 | 667 | 705 | 745 | 788 | 833 | 880 |
| Opptjent egenkapital | 8 451 | 9 497 | 10 664 | 10 884 | 11 114 | 11 496 | 11 810 | 11 992 |
| Ikke-kontrollerende eierinteresser | 92 | 103 | 107 | 107 | 115 | 117 | 121 | 128 |
| Sum Egenkapital | 9 140 | 10 231 | 11 438 | 11 696 | 11 974 | 12 401 | 12 764 | 12 999 |
| Sum Egenkapital og Gjeld | 15 136 | 15 949 | 17 436 | 17 714 | 18 265 | 18 836 | 19 425 | 19 840 |

Vedlegg E – Prognose av investert kapital for SalMar ASA

| Investert Kapital (NOK) | Estimert | | | | | | |
|--------------------------------------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
| Varelager | 5 372 | 5 788 | 5 872 | 6 019 | 6 302 | 6 564 | 6 637 |
| Kundefordringer | 924 | 966 | 961 | 1 038 | 1 050 | 1 093 | 1 148 |
| Andre fordringer | 343 | 370 | 375 | 384 | 402 | 419 | 424 |
| Kontanter og tilsvarende | 228 | 238 | 237 | 256 | 259 | 270 | 283 |
| Sum Operating Current Assets | 6 868 | 7 361 | 7 445 | 7 698 | 8 013 | 8 346 | 8 492 |
| Leverandørgjeld | 1 097 | 1 182 | 1 199 | 1 229 | 1 287 | 1 340 | 1 355 |
| Betalbar skatt | 582 | 608 | 605 | 653 | 661 | 688 | 723 |
| Skyldige offentlige avgifter | 240 | 250 | 249 | 269 | 272 | 283 | 298 |
| Annen kortsiktig gjeld | 647 | 697 | 708 | 725 | 759 | 791 | 800 |
| Sum Operating Current Liabilities | 2 565 | 2 737 | 2 761 | 2 877 | 2 979 | 3 103 | 3 175 |
| ONWC (operating net working capital) | 4 302 | 4 624 | 4 685 | 4 821 | 5 034 | 5 244 | 5 317 |
| Varige driftsmidler | 4 492 | 5 392 | 5 592 | 5 792 | 5 992 | 6 192 | 6 392 |
| Immaterielle eiendeler | 2 957 | 2 997 | 2 997 | 2 997 | 3 037 | 3 037 | 3 037 |
| Investert Kapital eks. GW | 11 751 | 13 013 | 13 274 | 13 610 | 14 063 | 14 473 | 14 746 |
| Goodwill | 446 | 446 | 446 | 446 | 446 | 446 | 446 |
| Investert Kapital | 12 197 | 13 459 | 13 720 | 14 056 | 14 509 | 14 919 | 15 192 |
| Overskuddskontanter | - | - | - | - | - | - | - |
| Finansielle anleggsmidler | 1 186 | 1 240 | 1 234 | 1 333 | 1 348 | 1 403 | 1 473 |
| Total Investering | 13 384 | 14 699 | 14 954 | 15 389 | 15 857 | 16 322 | 16 665 |

Vedlegg F – Beta regresjon

| Oslo Børs Index | SalMar | | Marine Harvest | | Lerøy Seafood | | Grieg Seafood | |
|-----------------|----------------|------|----------------|------|----------------|------|----------------|------|
| | Intercept Beta | | Intercept Beta | | Intercept Beta | | Intercept Beta | |
| OSEBX | 0,02 | 0,78 | 0,01 | 0,61 | 0,01 | 0,67 | 0,02 | 1,14 |
| SE | 0,01 | 0,19 | 0,01 | 0,19 | 0,01 | 0,19 | 0,01 | 0,29 |
| t-Stat | 1,88 | 4,10 | 1,51 | 3,23 | 1,74 | 3,63 | 1,45 | 3,94 |
| P-verdi | 0,06 | 0,00 | 0,13 | 0,00 | 0,08 | 0,00 | 0,15 | 0,00 |
| R squared | 0,12 | | 0,07 | | 0,09 | | 0,11 | |

| Oslo Seafood Index | SalMar | | Marine Harvest | | Lerøy Seafood | | Grieg Seafood | |
|--------------------|----------------|-------|----------------|-------|----------------|-------|----------------|-------|
| | Intercept Beta | | Intercept Beta | | Intercept Beta | | Intercept Beta | |
| OBSFX | 0,00 | 1,10 | - 0,01 | 1,09 | - 0,00 | 1,15 | - 0,00 | 1,18 |
| SE | 0,01 | 0,08 | 0,00 | 0,06 | 0,00 | 0,06 | 0,01 | 0,11 |
| t-Stat | 0,20 | 14,18 | - 1,33 | 19,08 | - 1,16 | 20,18 | - 0,08 | 10,29 |
| P-verdi | 0,84 | 0,00 | 0,19 | 0,00 | 0,25 | 0,00 | 0,94 | 0,00 |
| R squared | 0,66 | | 0,78 | | 0,79 | | 0,50 | |