

Haakon Isagani Batol Bjørkum
Jo Solvang Aamodt
Sander Welle Pilskog
Thomas Åsheim
William Kjelsrud Haug

Lønnsomhetsanalyse og verdsettelse av SalMar ASA

Profitability Analysis and Valuation of SalMar ASA

Bacheloroppgave i økonomisk styring (AF3020) og
finansiell styring (AF3015)

Bacheloroppgave i økonomi og administrasjon
Veileder: Tor-Eirik Olsen og Hans Marius Eikseth
April 2022

Haakon Isagani Batol Bjørkum
Jo Solvang Aamodt
Sander Welle Pilskog
Thomas Åsheim
William Kjelsrud Haug

Lønnsomhetsanalyse og verdsettelse av SalMar ASA

Profitability Analysis and Valuation of SalMar ASA

Bacheloroppgave i økonomi og administrasjon
Veileder: Tor-Eirik Olsen og Hans Marius Eikseth
April 2022

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet
Fakultet for økonomi
NTNU Handelshøyskolen



Kunnskap for en bedre verden

NTNU Handelshøyskolen

Trondheim, Våren 2022



Lønnsomhetsanalyse og verdsettelse av SalMar ASA

Profitability Analysis and Valuation of SalMar ASA

Bacheloroppgave i økonomisk styring og finansiell styring våren 2022
(AF3020 / AF3015)

Aamodt, Jo Solvang

Bjørkum, Haakon Isagani Batol

Haug, William Kjelsrud

Pilskog, Sander Welle

Åsheim, Thomas

Veiledere: Tor-Eirik Olsen og Hans Marius Eikseth

Forord

Denne oppgaven markerer avslutningen på vår 3-årige bachelorgrad i økonomi og administrasjon ved NTNU Handelshøyskolen. I tredjeåret har vi gått spesialisering innen henholdsvis økonomisk styring og finansiell styring.

Under arbeidet med oppgaven har vi fått anvendt og kombinert våre kunnskaper innenfor disse områdene på en god måte. Arbeidet med oppgaven har vært både utfordrende og lærerikt, og vi sitter igjen med nye erfaringer og et resultat et resultat vi er godt fornøyd med.

Vi ønsker å rette en stor takk til våre veiledere Tor-Eirik Olsen og Hans Marius Eikseth for gode råd og konstruktive tilbakemeldinger underveis i prosessen.

Innholdet i denne oppgaven står for forfatterens regning.

Sammendrag

Formålet med denne bacheloroppgaven er å undersøke utviklingen i lønnsomheten til SalMar ASA i tidsperioden 2016 til 2020, samt å beregne en aksjeverdi på selskapet per 31.12.2020 ut ifra en fundamental verdsettelse. I lønnsomhetsanalysen ble SalMars økonomiske forhold belyst og sammenlignet med de nærmeste konkurrentene, noe som ga svar på hvordan utviklingen hadde vært i den aktuelle tidsperioden. Dette la også grunnlaget for den fundamentale verdsettelsen av selskapet.

I første del av oppgaven presenterte vi SalMar og oppdrettsbransjen. Videre ble det gjennomført en regnskapsanalyse av SalMar, hvor vi avdekket en negativ utvikling i lønnsomheten ut fra de nøkkeltallene vi har brukt. Vi så blant annet at lønnsomheten hadde vært meget god fram til pandemiåret 2020, hvor samtlige nøkkeltall hadde en negativ utvikling. Gjennom benchmarkingen så vi at konkurrentene bestående av Mowi, Lerøy Seafood og Grieg Seafood, også opplevde den samme utviklingen. Interessant nok presterte SalMar bedre enn samtlige konkurrenter, basert på økonomiske nøkkeltall for måling av lønnsomhet.

I den strategiske analysen så vi hvordan de ytre faktorene har vært med på å påvirke lønnsomhetsutviklingen til SalMar og bransjen generelt, samt hvilke muligheter som finnes. Vi så også hvordan de interne ressursene som SalMar besitter, deriblant egenutviklet teknologi og en vertikalt integrert verdikjede, kan styrke posisjonen selskapet allerede har som best i klassen. I tillegg har den strategiske analysen hatt andre formål, blant annet å styrke grunnlaget for verdsettelsen av selskapet.

I siste del av oppgaven ble det gjennomført en fundamental verdsettelse ved hjelp av en DCF-analyse. Dette resulterte i en aksjepris på 534,20 NOK per 31.12.2020, som sammenlignet med dagens (per 31.12.2020) kurs på 503,60 NOK, gir en oppside på 5,70 %, og følgelig en anbefaling om kjøp.

Abstract

The purpose of this Bachelor thesis is to conduct a profitability analysis of SalMar ASA in the period between 2016 and 2020, and in addition to estimate a share price of the company as of 31.12.2020, using a fundamental valuation. In the profitability analysis, we focused on the financial situation and development for SalMar, and compared it to the closest competitors, which described how the development had been during this period. This also laid the foundation for the fundamental valuation of the company.

Initially we presented SalMar and the aquaculture industry. Then we executed an accounting analysis, where we revealed a negative trend in the profitability. We discovered that the profitability had been satisfactory and good until the year of 2020 when the pandemic struck the industry. The benchmarking showed us that the competitors experienced the same negative trend. Interestingly, SalMar still outperformed better than all the competitors, based on the key financial figures for profitability.

In the strategic analysis we examined how the external factors have affected the development of the profitability for SalMar, and also which opportunities that exists for the industry. Furthermore, we executed an internal analysis which pointed out SalMar's internal resources, including self-developed technology and vertical integrated value chain, which can further strengthen SalMar's position in the industry.

Finally, we conducted a fundamental valuation, using a DCF analysis. This resulted in a share price of 534,20 NOK as of 31.12.2020, which compared to the current share price (as of 31.12.2020) of 503,60 NOK, gave an upside of 5,70 %, which leads to a recommendation for buying.

Innholdsfortegnelse

1. Innledning	9
1.1. Presentasjon og aktualisering av temaet	9
1.2. Presentasjon av problemstilling	9
1.3. Avgrensning	10
1.4. Oppgavens oppbygning og videre struktur	10
2. Selskaps- og bransjebeskrivelse	11
2.1. Om SalMar ASA	11
2.2. Oppdrettsnæringen	12
3. Teori	14
3.1. Regnskapsanalyse	14
3.2. Nøkkeltall	15
3.2.1. Finansiering	15
3.2.2. Likviditet	16
3.2.3. Soliditet	17
3.2.4. Lønnsomhet	18
3.3. Benchmarking	21
3.4. Strategisk analyse	22
3.4.1. Porters bransjeanalyse (Fem konkurransekrefter)	22
3.4.2. PESTEL-analyse	24
3.4.3. VRIO	25
3.4.4. SWOT	26
3.5. Fundamental verdsettelse (DCF-modell)	28
4. Metode	31
4.1. Valg av problemstilling	31
4.2. Undersøkellesdesign	31
4.2.1. Tidsavgrensning	32
4.2.2. Benchmarking	32
4.3. Nøkkeltall	32
4.4. Datainnsamling	33
4.5. Undersøkelsens reliabilitet og validitet	33
5. Analyse og diskusjon	35

5.1.	Nøkkeltall	35
5.1.1.	Finansiering	35
5.1.2.	Likviditet	36
5.1.3.	Soliditet	38
5.1.4.	Lønnsomhet	41
5.2.	Benchmarking	45
5.3.	Strategisk analyse	50
5.3.1.	PESTEL-analyse	50
5.3.2.	Porters bransjeanalyse	55
5.3.3.	VRIO	57
5.3.4.	Oppsummering (SWOT)	61
5.4.	Fundamental verdsettelse	62
5.4.1	Avkastningskrav	62
5.4.2	Prognose av fremtidige kontantstrømmer	66
5.4.3	Terminalverdien	76
5.4.4	Konklusjon - Fundamental verdsettelse	77
5.5.	Sensitivitetsanalyse	78
6.	Oppsummering og konklusjon	79
6.1	Oppsummering	79
6.2	Konklusjon	79
6.3	Kritikk av oppgaven	80
7.	Referanseliste	82

Figurliste

Figur 2-1: Solgt mengde av slaktet laks (Fiskeridirektoratet).....	12
Figur 2-2: Grafisk framstilling av Norges største eksportvarer	13
Figur 3-1: SWOT-modellen (Framnes et al., 2018)	27
Figur 5-1: Finansieringsgrad 1 for SalMar ASA.....	35
Figur 5-2: Likviditetsgrad 1 for SalMar ASA	36
Figur 5-3: Likviditetsgrad 2 for SalMar ASA	37
Figur 5-4: Gjeldsgrad for SalMar ASA	38
Figur 5-5: Egenkapitalandel for SalMar ASA.....	39
Figur 5-6: Rentedekningsgrad for SalMar ASA	40
Figur 5-7: Totalkapitalens rentabilitet (ROI) for SalMar ASA.....	41
Figur 5-8: Resultatgrad for SalMar ASA	42
Figur 5-9: Kapitalens omløpshastighet for SalMar ASA	43
Figur 5-10: Egenkapitalrentabilitet etter skatt for SalMar ASA	44
Figur 5-11: Benchmarking av ROI for SalMar ASA og nærmeste konkurrenter	45
Figur 5-12: Benchmarking av ROS for SalMar ASA og nærmeste konkurrenter	46
Figur 5-13: Benchmarking av KO for SalMar ASA og nærmeste konkurrenter	47
Figur 5-14: Benchmarking av EKR etter skatt for SalMar ASA og nærmeste konkurrenter ..	48
Figur 5-15: Kronekurs (NOK) målt mot amerikansk dollar (USD) (Norges Bank)	52

Tabell-liste

Tabell 2-1: Største eksportvarer i Norge i 2020 (Statistisk sentralbyrå, 2022).....	13
Tabell 5-1: Finansieringsgrad 1 for SalMar ASA	35
Tabell 5-2: Likviditetsgrad 1 for SalMar ASA	36
Tabell 5-3: Likviditetsgrad 2 for SalMar ASA	37
Tabell 5-4: Gjeldsgrad for SalMar ASA	38
Tabell 5-5: Egenkapitalandel for SalMar ASA	39
Tabell 5-6: Rentedekningsgrad for SalMar ASA	40
Tabell 5-7: Totalkapitalens rentabilitet (ROI) for SalMar ASA	41
Tabell 5-8: Resultatgrad for SalMar ASA.....	42
Tabell 5-9: Kapitalens omløpshastighet for SalMar ASA	43
Tabell 5-10: Egenkapitalrentabilitet (EKR) etter skatt for SalMar ASA	44
Tabell 5-11: ROI for SalMar ASA og nærmeste konkurrenter	45
Tabell 5-12: ROS for SalMar ASA og nærmeste konkurrenter	46
Tabell 5-13: KO for SalMar ASA og nærmeste konkurrenter	47
Tabell 5-14: EKR etter skatt for SalMar ASA og nærmeste konkurrenter	48
Tabell 5-15: Oppsummering av VRIO-analyse	60
Tabell 5-16: SWOT-analyse av SalMar ASA	61
Tabell 5-17: Beta SalMar ASA	63
Tabell 5-18: Beregning av gjennomsnittlig rente (gjeldskostnad).....	64
Tabell 5-19: Beregning av avkastningskrav (WACC)	65

Tabell 5-20: Estimert gjennomsnittspris per kg laks (NOK/kg)	66
Tabell 5-21: Beregning av gjennomsnittlig vekst i slaktevolum.....	67
Tabell 5-22: Beregning av gjennomsnittlig avvik mellom driftsinntekt og pris x volum.....	68
Tabell 5-23: Estimering av fremtidige driftsinntekter.....	68
Tabell 5-24: Beregning av gjennomsnittlig andel varekostnad.....	69
Tabell 5-25: Estimerte fremtidige varekostnader	69
Tabell 5-26: Beregning av gjennomsnittlig andel lønnskostnad	70
Tabell 5-27: Estimering av fremtidige lønnskostnader	70
Tabell 5-28: Beregning av gjennomsnittlig andel andre driftskostnader	70
Tabell 5-29: Estimering av fremtidige andre driftskostnader	71
Tabell 5-30: Beregning av gjennomsnittlig andel avskrivninger	71
Tabell 5-31: Estimering av fremtidige avskrivninger	72
Tabell 5-32: Beregning av gjennomsnittlig andel arbeidskapital.....	72
Tabell 5-33: Beregning av gjennomsnittlig andel investeringer	73
Tabell 5-34: Estimering av fremtidige investeringer	74
Tabell 5-35: Estimering av fri kontantstrøm (FCFF) for SalMar ASA.....	75
Tabell 5-36: DCF: Beregning av verdi per aksje fra SalMar ASA	77
Tabell 5-37: Sensitivitetsanalyse.....	78

1. Innledning

1.1. Presentasjon og aktualisering av temaet

Norge har verdens nest lengste kystlinje (Regjeringen, 2021). Landets tredje største eksportvare er fisk (SSB, 2022). Havbruksnæringen er ventet å vokse i tiden framover, og er allerede blant de viktigste næringene i landet. Basert på næringens størrelse, er oppdrettsbransjen mer bærekraftig enn for eksempel oljebransjen, som foreløpig (fortsatt) er landets største eksportvare. De største oppdrettsselskapene i Norge er også blant verdens største. Blant disse finner vi SalMar ASA. Selskapet har vokst til å bli blant de beste i bransjen, og det er derfor interessant å undersøke hva som ligger bak suksessen.

Med koronapandemien som inntraff våren 2020, ble også oppdrettsnæringen hardt rammet. Her er det også spennende å se hvordan de ulike selskapene, deriblant SalMar, har håndtert denne utfordrende situasjonen. I tillegg til pandemi har internasjonal uro, med handelsrestriksjoner og konflikter, ført til usikkerhet i markedene for alle selskaper. Likevel har de beste aktørene i bransjen klart seg godt og drevet med tilsynelatende god lønnsomhet, noe som gjør bransjen attraktiv for nye aktører.

Dette er blant flere av årsakene til at vi valgte å studere og skrive om SalMar ASA og oppdrettsnæringen. Kanskje kan dette selskapet være en god målestokk for andre aktører i bransjen, samt andre bransjer, på hvordan man lykkes med lønnsom drift i både utfordrende og mindre utfordrende tider.

1.2. Presentasjon av problemstilling

I denne oppgaven tar vi for oss lønnsomhetsutviklingen til SalMar ASA over en tidsperiode fra 2016-2020, samt en fundamental verdsettelse per 31.12.2020. Med bakgrunn i dette har vi valgt å ta utgangspunkt i følgende problemstilling:

«Hvordan har lønnsomheten til SalMar ASA utviklet seg i perioden 2016-2020, og hva er aksjeverdien per 31.12.2020?»

I forlengelsen av denne problemstillingen har vi også valgt å se på følgende to underproblemstillinger:

- Hvorfor har lønnsomheten utviklet seg som den har?
- Hvordan har utviklingen vært i forhold til selskapets nærmeste konkurrenter?

1.3. Avgrensning

På grunn av oppgavens krav og størrelse har vi måttet avgrense oppgavens omfang som et resultat av tilgang på informasjon med hensyn til tidsbruk. Undersøkelsen av lønnsomhetsutviklingen og verdsettelsen har blitt avgrenset til å gjelde fra 2016 til 2020.

Analysene vi har gjennomført har kun basert seg på konsernregnskapet. Alternativet hadde vært å inkludere en analyse av samtlige datterselskap, noe som kunne ha gitt en dypere forklaring på utviklingen av lønnsomheten til konsernet. Denne avgrensningen er gjort på grunn av begrensning i tid og krav til oppgaven.

I besvarelsen av spørsmålet om lønnsomhetsutviklingen sammenlignet med konkurrentene, har vi valgt å se på selskapene ASA, Lerøy Seafood Group ASA, og Grieg Seafood ASA. Disse selskapene er de som ligner mest på SalMar ASA med tanke på organisasjonsstruktur, størrelse, forretningsområde og at samtlige er notert på Oslo Børs.

1.4. Oppgavens oppbygning og videre struktur

Opgavens kapittel 2 er en presentasjon av selskapet og oppdrettsnæringen. Kapittel 3 og 4 er en gjennomgang av teori benyttet i analysen, og et metodekapittel. Kapittel 5 er selve analysen og hoveddelen i oppgaven. Dette kapittelet består av en regnskapsanalyse med benchmarking, strategisk analyse og fundamental verdsettelse, samt en sensitivitetsanalyse. Vi avslutter så med en konklusjon og oppsummering av funnene våre.

2. Selskaps- og bransjebeskrivelse

Dette kapittelet har til hensikt å beskrive SalMar ASA og oppdrettsnæringen. Vi kommer blant annet inn på selskapets historie, markedssegmenter, strategi og visjon, samt bransjens historie med sin utvikling mot å bli blant de viktigste næringene for Norge. Det meste av informasjonen om SalMar er hentet fra selskapets egen nettside, i tillegg til års- og kvartalsrapporter.

2.1. Om SalMar ASA

SalMar ASA er et norsk sjømatsselskap med hovedkontor på Frøya i Trøndelag. Konsernet er i dag sammen med flere andre norske selskaper, en av verdens største produsenter av atlantisk oppdrettslaks.

SalMar ble etablert på Frøya med utgangspunkt i et oppkjøpt konkursbo i 1991. I begynnelsen var hovedvirksomheten bearbeiding av frossen laks. Etter å ha begynt med én konsesjon (tillatelse) for oppdrett av laks, har selskapet gjennom årene fram til i dag utviklet seg til å bli et internasjonalt konsern med oppdrettsaktivitet i Norge, Island og Skottland, i tillegg til å ha salgskontorer i Asia, samt eierinteresser i Storbritannia og på Island (SalMar, u.å.). SalMar kjennetegnes ved sin fullt ut vertikalt integrerte verdikjede, med kontroll over kvaliteten i alt fra egen produksjon av fiskefôr til salg av ferdig vare.

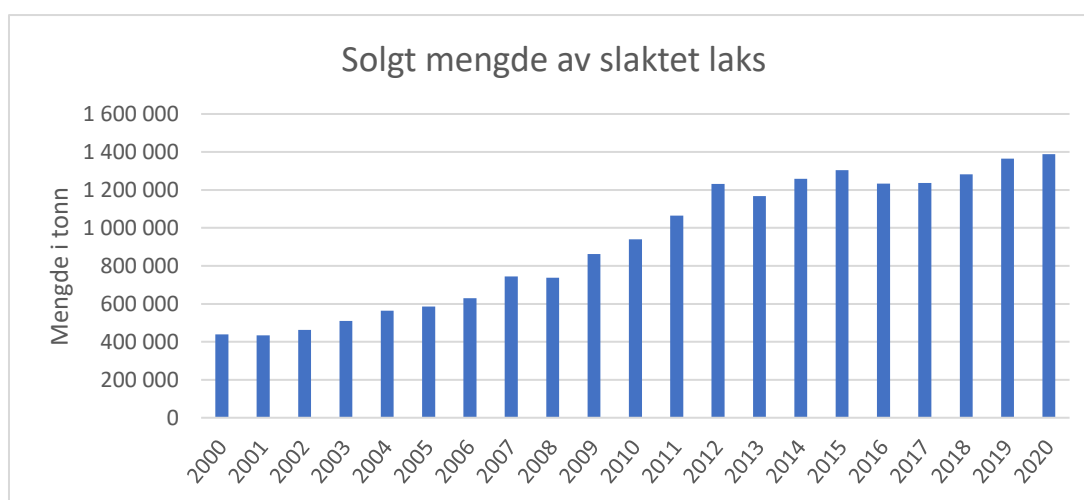
I dag organiseres selskapet i fire markedssegmenter. Disse er oppdrett Midt-Norge, oppdrett Nord-Norge, salg og industri og Icelandic Salmon. Segment Midt driver oppdrettsproduksjon i Midt-Norge, og står for konsernets største slaktevolum. Segment oppdrett Nord-Norge er lokalisert i Troms og Finnmark, og er blant de største oppdrettsaktørene i fylket. Segment salg og industri forvalter konsernets salgsaktiviteter og landbaserte industrielle aktiviteter i Norge. Den industrielle prosesseringen i landet foregår på konsernets hovedenhet InnovaMar, lokalisert på Frøya. I tillegg har konsernet bygget et nytt slakteri og videreforedlingsanlegg i Nord-Norge, kalt InnovaNor, som ifølge kvartalsrapporten for tredje kvartal i 2021, skal være i drift i løpet av fjerde kvartal 2021 (SalMar ASA, 2021b). For å sikre nærhet til markedet, har konsernet salgskontorer i Asia, deriblant Japan, Korea, Vietnam, Taiwan og Singapore. Icelandic Salmon er et segment som ble etablert etter at selskapet som tidligere het Arnarlax,

høsten 2020 gjennomførte en emisjon med påfølgende notering ved Euronext Growth, hvor SalMar ved utgangen av 2020 har en eierandel på 51 %. Selskapet er den største produsenten av laks på Island, og er på lik linje med konsernet helintegret med egne produksjons- og salgsapparater (SalMar ASA, 2021a).

Konsernets visjon er «*Passion for Salmon*», som oppsummerer SalMar sitt fokus mot å drive oppdrett på laksens egne betingelser. Selskapets strategiske fundament bygger på å være operasjonelt effektive, hvor biologien skal være kostnadsledende, samt å sikre optimal anvendelse av laksen for å oppnå den best mulige prisen (SalMar, u.å.).

2.2. Oppdrettsnæringen

Lakseoppdrett har en lang historie. Ser vi på bransjens utvikling fra 1970-tallet til i dag, så har produksjon og salg av laks økt betraktelig. Med store teknologiske og regulatoriske endringer har havbruksnæringen vokst til å bli en relativt stor næring i norsk økonomi. Figur 2-1 viser statistikk fra Fiskeridirektoratet som illustrerer en økning i salg av slaktet laks fra i underkant av 440 000 tonn i år 2000 til nesten 1 390 000 tonn i 2020 (Fiskeridirektoratet, 2021). Av figuren kan vi også se en liten stagnasjon i produksjonen fra 2012, som kan forklares av de miljømessige utfordringene i næringen, og hvordan disse bidrar til å begrense mulighetene for kapasitetsøkninger (NOU 2019:18).

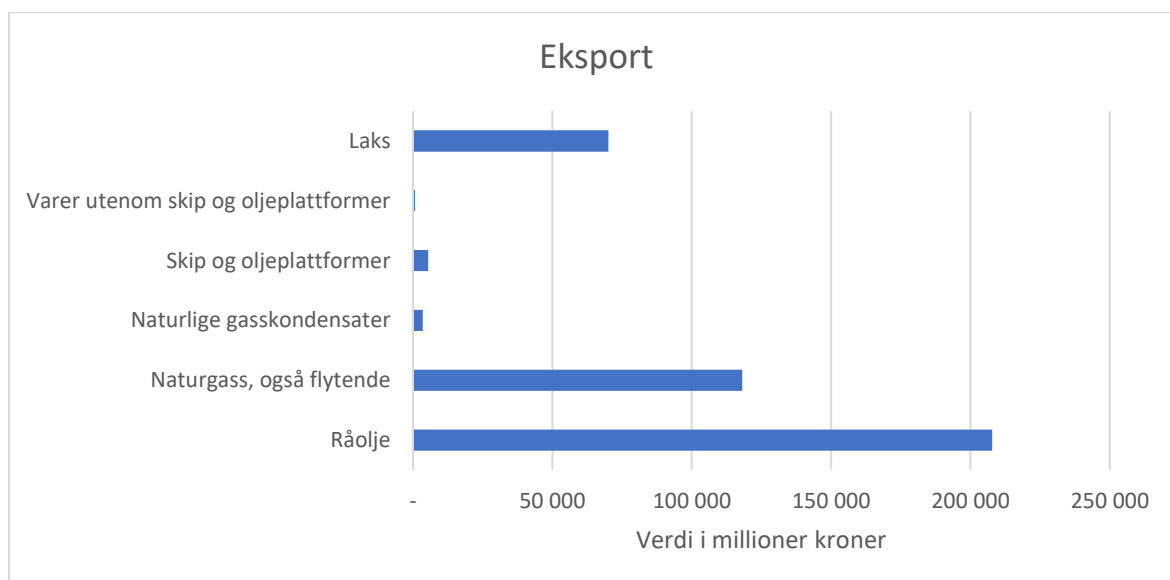


Figur 2-1: Solgt mengde av slaktet laks (Fiskeridirektoratet)

Med dype fjorder, gode strømforhold og oksygenrikt vann med egnet temperatur, har Norge naturlige fortrinn for produksjon av oppdrettslaks i sjø. I dag leverer havbruksnæringen produkter til et globalt marked, og er en av Norges viktigste eksportnæringer. Tall for 2020 fra Statistisk sentralbyrå, viser at fisk er Norges tredje største eksportvare målt i kroner, hvor også laks står for 70 % av den totale eksporten av fisk, som er klart størst (SSB, 2022).

2020	Eksport (millioner kroner)
Råolje	207 790
Naturgass, også flytende	118 154
Naturlige gasskondensater	3 536
Skip og oljeplattformer	5 396
Varer utenom skip og oljeplattformer	773
Fastlandseksport	443 428
- Fisk	101 965
- Laks	70 078
Varer i alt	778 304

Tabell 2-1: Største eksportvarer i Norge i 2020 (Statistisk sentralbyrå, 2022)



Figur 2-2: Grafisk framstilling av Norges største eksportvarer

3. Teori

I dette kapitlet gjennomgås sentrale teorier som har lagt grunnlaget for videre analyser i oppgaven. Vi presenterer blant annet nøkkeltallene som brukes i regnskaps- og lønnsomhetsanalysen, rammeverket for den strategiske analysen, og den fundamentale verdsettelsesmetoden vi har benyttet.

3.1. Regnskapsanalyse

«Regnskapsanalyse vil si en systematisk bearbeidelse av regnskapsdata, for å si noe om bedriftens økonomiske utvikling og stilling. Regnskapsanalyse innebærer alle teknikker som benyttes for å kartlegge dette» (Kristoffersen, 2019, s.435).

I regnskapsanalysen vil vi beskrive de fire hovedområdene finansiering, likviditet, soliditet og lønnsomhet. Dette vil vi gjøre ved bruk av nøkkeltallsanalyse. I en nøkkeltallsanalyse beregner vi forholdet mellom ulike poster i et regnskap (Kristoffersen, 2019). Et eksempel på dette er egenkapitalandelen, som uttrykker forholdet mellom egenkapitalen og totalkapitalen. Nøkkeltallene vi har brukt forklares senere i teorikapitlet. Vi vil analysere utviklingen i nøkkeltallene i perioden 2016-2020, slik at vi kan se på utviklingen i nøkkeltallene i denne tidsperioden. Det er en form for horisontal analyse, som undersøker den finansielle informasjonen over en lengre periode (Kristoffersen, 2019).

Vårt hovedmål er å forklare hvordan lønnsomhetsutviklingen har vært, derfor vil hovedfokuset være på nøkkeltall knyttet til lønnsomheten. Likevel har vi valgt å inkludere alle de fire hovedområdene. Dermed kan vi også se på hvordan den økonomiske situasjonen har utviklet seg. Det bidrar til en dypere forståelse av SalMar sin økonomiske tilstand og utvikling. I tillegg danner det et bredere grunnlag for å gjøre en strategisk analyse av SalMar og se på deres mulige fremtidige utvikling, noe som er viktig for verdsettelsen av selskapet.

En intern regnskapsanalyse forutsetter ubegrenset tilgang på informasjon om bedriften (Kristoffersen, 2019). Vi gjennomfører derfor en ekstern regnskapsanalyse, som er basert på

den offentlig tilgjengelige regnskapsinformasjonen til SalMar for årene 2016-2020. Definisjoner og forklaringer av nøkkeltallene er hentet fra Kristoffersen (2019).

3.2. Nøkkeltall

I det følgende rettes fokus mot de ulike områdene og nøkkeltallene som vil bli benyttet i regnskapsanalysen. Vi starter med finansiering, før vi kommer innpå likviditet, deretter soliditet og til slutt lønnsomhet.

3.2.1. Finansiering

«Finansiering innebærer både anskaffelse og anvendelse av kapital» (Kristoffersen, 2019, s. 459). Finansieringen har derfor stor betydning for sammensetningen av bedriftens eiendeler. Vi skiller mellom kortsiktig og langsiktig finansiering. Langsiktig finansiering vil si anskaffelse av kapital med langsiktig gjeld og egenkapital. Finansiering henger også tett sammen med soliditet og bedriftens evne til å tåle tap, fordi finansieringen påvirker blant annet egenkapitalandelen og gjeldsgraden (Kristoffersen, 2019).

I en sunn finansieringsstruktur burde den kapitalen som er bundet i anleggsmidler være langsiktig finansiert. Dette måler finansieringsgrad 1, som forklares nedenfor. Vi vil senere analysere likviditetsgrad 1, som viser i hvor stor grad omløpsmidlene er finansiert med kortsiktig gjeld (Kristoffersen, 2019).

Vi vil se på SalMar sin finansiering i årene 2016-2020. Dette fordi det ved vurderingen av kapitalstrukturen er interessant å se på utviklingen over tid, og ikke kun på et gitt tidspunkt (Kristoffersen, 2019).

Finansieringsgrad 1

«Finansieringsgrad 1 viser i hvor stor grad anleggsmidlene er langsiktig finansiert. Som langsiktig kapital regnes egenkapital og langsiktig gjeld» (Kristoffersen, 2019, s.460). En generell regel er at finansieringsgrad 1 bør være under 1. Det betyr at anleggsmidlene i sin

helhet er langsiktig finansiert. Deler av omløpsmidlene vil også være langsiktig finansiert hvis finansieringsgrad 1 er under 1. Dette sees på som positivt og kan øke bedriftens handlingsrom, ettersom det medfører en positiv arbeidskapital. En positiv arbeidskapital er viktig for likviditeten. Arbeidskapitalen er differansen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld.

Hvis finansieringsgrad 1 er over 1 betyr det at kortsiktig kapital er benyttet for å finansiere anleggsmidler. Det er naturligvis ønskelig at anleggsmidlene i sin helhet er langsiktig finansiert, siden anleggsmidler er ment til varig eie og bruk i virksomheten.

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

3.2.2. Likviditet

En bedrifts likviditet er beskrevet som bedriftens evne til å betale sine forpliktelser innen forfall (Kristoffersen, 2019). En beregning av nøkkeltall på likviditet er derfor nødvendig for å kunne få oversikt over bedriftens betalingsevne. Bedriften kan i denne analysen skille mellom mest og minst likvide omløpsmidler. Med mest likvide menes stort sett alle omløpsmidler med unntak av varelager.

For å kunne beregne en bedrifts likviditetsgrader, så tar man utgangspunkt i bedriftens balanse på et gitt tidspunkt (Kristoffersen, 2019). I tillegg er det viktig at man er oppmerksom på andre faktorer som ikke kommer frem av balansetallene, slik som kredittider på for eksempel kundefordringer, nedbetalingsterminer på langsiktig gjeld og investeringsplaner med tilhørende muligheter for å ta opp ny gjeld.

For å kunne få oversikt over den likvide situasjonen i SalMar ASA, har vi valgt å benytte oss av likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2.

Likviditetsgrad 1:

Likviditetsgrad 1 er et forholdstall som indikerer i hvilken grad bedriftens omløpsmidler er finansiert ved hjelp av kortsiktig gjeld (Kristoffersen, 2019). Likviditetsgrad 1 bør være større enn 2, da dette indikerer at den kortsiktige gjelden er dekket med omløpsmidler ved krav fra kreditorene.

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

Likviditetsgrad 2:

Likviditetsgrad 2 beskriver forholdet mellom bedriftens mest likvide omløpsmidler og den kortsiktige gjelden (Kristoffersen, 2019). Likviditetsgrad 2 bør være større enn 1, da dette indikerer at bedriften kan betale den kortsiktige gjelden ved hjelp av lett omsettelige omløpsmidler.

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{(\text{Omløpsmidler} - \text{varelager})}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

3.2.3. Soliditet

Soliditet er beskrevet som bedriftens evne til å tåle tap. En bedrifts soliditet er nært knyttet opp mot størrelsen på egenkapitalen sammenlignet med totalkapitalen (Kristoffersen, 2019). For å få oversikt over SalMar ASA sin soliditet, har vi valgt å benytte oss av gjeldsgrad, egenkapitalandel og rentedeckningsgrad.

Gjeldsgrad:

«Gjeldsgraden viser forholdet mellom kapital som er finansiert av utenforstående, og kapital som er finansiert av eierne» (Kristoffersen, 2019, s. 463). Jo lavere gjeldsgraden er, jo mer sunn er bedriften finansiert.

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

Egenkapitalandel:

Egenkapitalandelen viser i hvor stor grad bedriftens eiendeler er finansiert med egne midler. Dette er også en indikasjon på hvor mye tap bedriften kan tåle for tapet rammer gjelden også (Kristoffersen, 2019). Jo større forholdstallet er, jo bedre er soliditeten i bedriften.

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}} \cdot 100\%$$

Rentedekningsgrad:

Rentedekningsgraden er et forholdstall som forteller i hvor stor grad bedriften er i stand til å betale sine rentekostnader (Kristoffersen, 2019). Dette tallet sier også noe om bedriftens evne til å ta på seg ytterligere renteforpliktelser med dagens lønnsomhet.

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

3.2.4. Lønnsomhet

Lønnsomhet sier noe om bedriftens evne til å generere et overskudd (Kristoffersen, 2019). Det settes et krav til tilstrekkelig lønnsomhet for å tilfredsstille eksisterende investorer, samt tiltrekke nye investorer. I tillegg vil ikke en lønnsom bedrift overleve på lengre sikt. Krav til lønnsomhet vil avhenge av markedet og bransjen hvor bedriften er etablert. Årsresultatet vil vise et absolutt tall som kan gi noen indikasjoner på lønnsomheten i bedriften, men det er ikke før man setter dette i forhold til andre faktorer at man virkelig kan analysere lønnsomheten. For å kunne få en god oversikt over SalMar ASA sin lønnsomhet, så har vi valgt å bruke lønnsomhetsmålene totalkapitalens rentabilitet, egenkapitalens rentabilitet, kapitalens omløpshastighet og resultatgraden.

Totalkapitalens rentabilitet:

Totalkapitalens rentabilitet, også kjent som ROI (Return on Investment), er et lønnsomhetsmål som ser på bedriftens avkastning på den samlede kapitalen som er bundet til bedriften (Kristoffersen, 2019). Den viser hvor effektivt bedriften har forvaltet ressursene, uavhengig av finansieringen. Med andre ord er total kapitalens rentabilitet den avkastningen bedriften oppnår på den samlede kapitalen, og derfor er det viktig at denne avkastningen er høyere enn gjeldsrenten på bedriftens lån. Jo høyere total kapitalrentabilitet, jo bedre er ressursene i bedriften utnyttet. Det vil variere mellom bedrifter og bransjer hva som er en tilfredsstillende total kapitalrentabilitet.

Det finnes ulike måter å definere total kapitalens rentabilitet på. En viktig faktor i utregningen av ROI er total kapitalen, og her står man overfor et dilemma.

$$ROI = \frac{\text{Driftsresultat} + \text{Finansinntekter}}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}}$$

I denne formelen bruker man gjennomsnittlig total kapital, altså snittet av IB og UB total kapital for det gjeldende året. På denne måten får man en total kapital som tar hensyn til svingninger i total kapitalen gjennom året. Dette er spesielt viktig i perioder hvor bedriften gjør større investeringer.

$$ROI = \frac{\text{Driftsresultat} + \text{Finansinntekter}}{\text{Total kapital}}$$

I denne formelen bruker man total kapital. Dette er en enkel definisjon av total kapitalen, og er kun hensiktsmessig å bruke hvis man kun har tilgang på ett årsregnskap. Grunnen til at man ikke skal anvende denne definisjonen av total kapital når man har tilgang på flere årsregnskap, er at det vil gi et misvisende bilde på total kapitalen (kapitalbindingen). Ved utregning av ROI for SalMar ASA velger vi å benytte oss av gjennomsnittlig total kapital, da vi har alle nødvendige årsregnskap tilgjengelig.

DuPont

DuPont er en metode for å dekomponere ROI til resultatgrad, også kjent som ROS (Return on Sales), og kapitalens omløpshastighet (KO). Dette er viktig for å få en enda dypere analyse av

hvilke faktorer som påvirker bedriftens lønnsomhet, og hvilke tiltak man kan gjøre for å forbedre lønnsomheten (Datar og Rajan, 2021)

$$ROI = \text{Resultatgrad (ROS)} \cdot \text{Kapitalens omløpshastighet (KO)}$$

Resultatgrad

Resultatgrad, også kjent som ROS (Return on Sales), er et forholdstall mellom ordinært resultat før skatt og omsetningen i en gitt periode. Det er altså et mål på hvor mye hver krone omsatt kaster av seg i resultat (Kristoffersen, 2019). En bedring av ROS vil altså være økning av inntektene, reduksjon av kostnadene eller en kombinasjon av disse to faktorene.

$$ROS = \frac{\text{Driftsresultat} + \text{Finansinntekter}}{\text{Driftsinntekter}} \cdot 100\%$$

Kapitalens omløpshastighet

Kapitalens omløpshastighet er et mål på sirkulasjonen av kapital i bedriften, eller hvor effektivt bedriften utnytter den kapitalen som er bundet opp i bedriften til å generere inntekter (Kristoffersen, 2019). Kapitalens omløpshastighet alene sier ikke noe om lønnsomheten, men kan være med på å forklare hva som driver endringene i ROI.

$$KO = \frac{\text{Driftsinntekter}}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}}$$

Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalens rentabilitet er et mål på avkastningen på aksjonærenes investering i bedriften (Kristoffersen, 2019). Egenkapitalens rentabilitet kan ses på både før og etter skatt, men det vil være mest interessant for aksjonærene å se på rentabiliteten etter skatt. Vi har valgt å bruke gjennomsnittlig egenkapital i beregningen, av samme grunn som hvorfor vi valgte gjennomsnittlig total kapital, nemlig for å gi et mer presist bilde av egenkapitalen gjennom perioden.

$$EKR \text{ etter skatt} = \frac{\text{Ordinært resultat}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}} \cdot 100\%$$

3.3. Benchmarking

Benchmarking er en form for konkurrentanalyse. Det dreier seg om å sammenligne sin egen bedrift sine prestasjoner med konkurrentene sine (Horngren, 2015). Vi har valgt å inkludere benchmarking fordi det kan være nyttig innen regnskapsanalysen å sammenligne SalMar mot andre bedrifter i oppdrettsbransjen. Dette fordi det gir et bedre bilde av lønnsomheten og utviklingen av denne.

Vi vil benytte oss av den vanligste formen for benchmarking, en ekstern benchmarking hvor vi sammenligner økonomiske forhold. Ved å sammenligne nøkkeltallene ROI, ROS, KO og EKR, vil finne ut hva SalMar gjør bedre enn konkurrentene, og hva konkurrentene gjør bedre enn SalMar. Dette henger sammen med formålet til benchmarking, nemlig å finne beste praksis i bransjen og etterstrebe denne. Lykkes man med det øker sjansen for at bedriften er konkurransedyktig. På denne måten bidrar benchmarkingen til å identifisere kritiske suksessfaktorer.

En sentral del av benchmarking er å finne relevante bedrifter å sammenligne mot (Horngren, 2015). Vi har valgt bedriftene Grieg Seafood ASA, Mowi ASA og Lerøy Seafood Group ASA. Grunnen til at vi har valgt disse tre selskapene er at de opererer innenfor den samme bransjen, samt at alle tre er børsnoterte og har troverdig offentlig informasjon tilgjengelig. I tillegg er det bedrifter av tilnærmet lik størrelse som SalMar, hvilket gjør de relevante å sammenligne med.

3.4. Strategisk analyse

Her presenteres rammeverket som er benyttet i den strategiske analysen av SalMar ASA. Porters bransjeanalyse er valgt for å studere konkurransekraftene i bransjen, PESTEL-analyse for å se på makroforholdene, VRIO for å analysere de interne ressursene selskapet besitter, og til slutt en oppsummerende og fremtidsrettet SWOT-analyse. Den strategiske analysen spiller en viktig rolle for å belyse flere mulige forhold som har påvirket lønnsomheten, og ikke minst hvordan lønnsomheten kan utvikle seg i fremtiden.

3.4.1. Porters bransjeanalyse (Fem konkurransekrefter)

Porters bransjeanalyse er et verktøy for strategisk analyse av eksterne faktorer som er basert på fem ulike konkurransekrefter og hvordan kreftene samspiller. Dette er et rammeverk for å kunne identifisere trusler og muligheter som eksisterer i markedet. De fem faktorene som påvirker bedriften er: direkte konkurrenter, konsumenter, mulige utfordrere, leverandører til bedriften og substitutter til bedriftens produkter.

Modellen har rivalisering i markedet som det sentrale. Dette er konkurransen som eksisterer mellom de allerede etablerte aktørene som opererer i det samme markedet og konkurrerer om de samme kundene. At rivalene er konkurransedyktige og tilbyr de samme eller lignende produktene eller tjenestene til det samme markedet er sentralt i denne modellen.

Etableringsbarrierer

Etableringsbarrierer er faktoren som påvirker om markedet er utsatt for trussel fra nye konkurrenter. Hvis produksjonen gir stordriftsfordeler kan de eksisterende aktørene produsere større kvantum til lavere kostnader enn mindre, nye aktører. Eksisterende bedrifter har også fordelene i bransjeerfaring. Andre faktorer er tilgangen til distribusjon, kapitalkrav til oppstart, juridiske barrierer eller statlig regulering av markedet eller trussel fra de etablerte i hard konkurranse ved oppstart. Dette er alle parametere som bidrar til å demotivere nye aktører fra å starte opp og ta en del av markedet.

Substitutter

Substitutter er med på å påvirke markedsmakten til et produkt ettersom det setter et tak på hvor mye bedriften kan sette prisen til uten at etterspørselen vil bli redusert. Hvis prisen er for høy, vil incentivet for å velge et substitutt for konsumentene øke. Substitutter har som regel opphav i et eksternt marked med andre aktører.

Kundenes forhandlingskraft

Kundenes forhandlingskraft har utgangspunkt i at kunden kan velge mellom de forskjellige aktørene i bransjen og vil ofte velge den som tilbyr best pris eller kvalitet. Ved flere aktører vil denne makten bli sterkere ettersom flere kjemper om samme markedsandel. Kundene vil kunne sammenligne priser mellom de ulike aktørene og eventuelle substitutter og har utfra dette en byttekostnad. Om denne er lav, blir konkurransen for bedriftene i markedet hardere.

Leverandørenes forhandlingskraft

Dette punktet omhandler hvor stor grad leverandørene kan kreve høyere betingelser for levering av utstyr og råmateriale nødvendig for produksjon. Dette blir påvirket av markedet for leverandører og hvor mange tilbydere som eksisterer, om det er behov for spesialisert kompetanse og om leverandører kan utgjøre en trussel ved å organisere seg for vertikal integrasjon og levere hele verdikjeden selv.

3.4.2. PESTEL-analyse

PESTEL er et analyseverktøy som har som funksjon å gi brukeren en oversikt over eksterne forhold i et avgrenset marked. I denne oppgaven er det rettet mot eksterne variabler som påvirker SalMar og markedet for oppdrettslaks. Faktorene som blir brukt i analysen er politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljø og lovmessige forhold.

Politiske forhold

Dette punktet omhandler politiske utviklinger og bestemmelser på både nasjonalt og internasjonalt plan. Eksempler på dette er skattepolitikk, avgifter og myndigheters forhold til privatisering som alternativ for det offentlige.

Økonomiske forhold

Hvordan den økonomiske situasjonen nasjonalt, internasjonalt og særlig samhandlingen mellom de er en faktor som er betydelig. Dette utvikler seg med økonomiske trender, endringer i inntektsnivå, arbeidsledighet og høy- og lavkonjunkturer. Utslag i valutamarkeder er noe som særlig påvirker næringer som er avhengig av eksport.

Sosiokulturelle forhold

Kulturelle trender og holdninger er en faktor som kan være med på å påvirke markedets etterspørsel etter produktet. Dette kan være for eksempel markedets oppfatning om produktet er bærekraftig og noe som forbrukerne ønsker å assosiere seg med. Dette kan enten være påvirket av om produktet kan sees på som noe som påvirker sosial status.

Teknologiske forhold

De teknologiske forholdene som er aktuelle er hvordan fremtidig utvikling kan påvirke produksjonen av produktet og sammenlignbare produkter. Dette kan bidra til økt kvantum i markedet eller en lavere kostnader som kan bidra til en mer konkurranseutsatt marked.

Miljømessige forhold

Forhold som omhandler det miljømessige er faktorer som produksjonens påvirkning på klimaet i form av lokalforurensning og generelle utslipp, hvordan infrastruktur påvirker nærområdet og bedriftens bruk av naturressurser. De siste årene har miljømessige forhold blitt stadig viktigere og har bidratt til en teknologisk utvikling rettet mot dette problemet.

Juridiske forhold

Dette punktet omhandler lovgivningen nasjonalt og internasjonalt som påvirker bedriftens og markedets produksjon og distribusjon. Dette kan også omhandle lovforslag til behandling og hvordan endringer kan påvirke bedriften. Eksempel på dette er miljøvernlovgivning og handelsreguleringer.

3.4.3. VRIO

VRIO er en modell som baseres på ressurser som bedriften innehar og hvordan disse kan bidra til et konkurransefortrinn. Denne modellen er egnet for å analysere de faktorene som er nødvendig for at ressursen skal bidra til bedriften som et konkurransefortrinn. En VRIO-analyse er derfor et verktøy for den interne situasjonen i bedriften. VRIO blir i denne oppgaven benyttet for å belyse SalMars konkurransefortrinn. VRIO-modellen er bygget opp av punktene: verdifull, sjelden, ikke imiterbar og organisering

Verdifull

Denne faktoren er rettet mot at ressursene er en verdi for kunder og interessenter av bedriften og er noe som har en høy etterspørsel i markedet. Hvis ikke ressursen er verdifull, er den ikke et konkurransefortrinn.

Sjelden

Dette punktet er basert rundt at det er et lite kvantum av ressursen og tilgangen er knapp. Dette kan kun oppfylle kriteriet for konkurransefortrinn dersom ikke alle konkurrentene i

markedet har tilgang på den sjeldne ressursen. Om ressursen ikke oppfyller kriteriet om å være sjelden, vil bedriften kun oppnå konkurranseparitet.

Ikke imiterbar

For at ressursen skal kunne klassifiseres som et varig konkurransefortrinn, er det nødvendig at konkurrentene ikke klarer å gjenskape eller kopiere produktet. Hvis det er lett å imitere ressursen, vil de andre aktørene i markedet selv utnytte dette om det er en åpenbar fordel. Dersom det er lett å imitere, vil ressursen være definert som kun midlertidig konkurransefortrinn.

Organisering

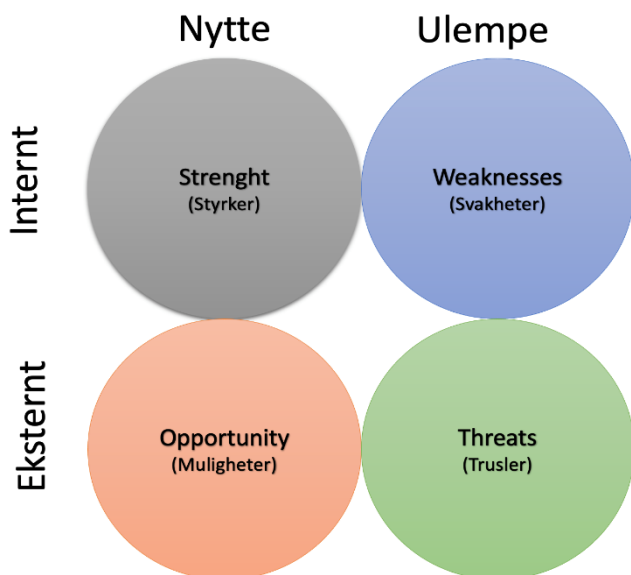
Den siste parameteren er basert rundt virksomhetens organisering for å kunne beholde denne ressursen og utvikle den videre. Dette er svært viktig på lengre sikt for å kunne konkurrere med utviklingen i markedet og følge veksten til bedriften og omgivelsene. Hvis virksomheten ikke er organisert til å beholde og utvikle ressursen, så vil konkurransefortrinnet også bare være midlertidig.

Dersom ressursen klarer å oppfylle alle kravene i VRIO-modellen så er det det vedvarende konkurransefortrinn som bedriften må utnytte.

3.4.4. SWOT

En SWOT-analyse er et praktisk verktøy som identifiserer en bedrifts sterke og svake sider. Analysen består av både de eksterne og interne forholdene ved en bedrift, og skiller videre mellom nytten og skaden disse forholdene gir. Dette gir en matrise der “Strengths” og “Weaknesses” taler til de interne forholdene, og “Opportunities” og “Threats” viser til de eksterne forholdene. Denne matrisen er et resultat av tidligere analyser, der for eksempel PESTEL analyserer det eksterne, og VRIO er utgangspunktet for de interne forholdene.

Ved en gjennomtenkt matrise vil denne analysen være et godt utgangspunkt for konkrete og relevante beslutninger, samtidig som den gir en god retning på potensielle forbedringer som kan gjøres hos bedriften. Disse egenskapene gjør denne analysen relevant for mange bedrifter i forskjellige situasjoner, og er bakgrunnen for dens popularitet.



Figur 3-1: SWOT-modellen (Framnes et al., 2018)

3.5. Fundamental verdsettelse (DCF-modell)

For å kunne gi et estimat av verdien per aksje til SalMar ASA benytter vi oss av Discounted Cash Flow-metoden (heretter “DCF-metoden”) av totalkapitalen til selskapet. Denne metoden er best egnet for verdsettelse av SalMar på grunn av selskapets størrelse, og tilgangen til informasjon. DCF-modellen innebærer en prognose av fremtidige frie kontantstrømmer basert på de historiske verdiene rapportert tidligere år. Hovedpoenget ved denne metoden er som sagt å finne et fremtidig estimat på de frie kontantstrømmene, så å finne et terminalledd, og neddiskontere dette ved bruk av et avkastningskrav til dagens verdi.

FCFF

De frie kontantstrømmene (FCFF) finner vi ved å først estimere driftsinntektene til SalMar ASA, for videre å se hvordan korrelasjonen er mellom de estimerte driftsinntektene og de forskjellige kostnadspostene. Hvilke spesifikke kostnadsposter dette er, kommer vi nærmere tilbake til når vi begynner med selve analysen. Hvis vi finner en sterk korrelasjon, regner vi med at disse følger hverandre. I disse sterkt korrelerte sammenhengene finner vi så gjennomsnittlig andel disse kostnadene utgjør av de estimerte driftsinntektene og regner videre ut de estimerte resultatene av de respektive kostnadspostene. Når dette er gjort setter vi opp en kontantstrøm og finner EBIT. Deretter må vi finne endringene i avskrivninger, investeringer og i arbeidskapitalen til selskapet. Dette er vist ved følgende formel:

$$FCFF = EBIT(1 - s) + \text{avskrivninger} - \text{investeringer} \\ - \text{endring i arbeidskapital}$$

Terminalverdien

Når man skal verdsette et selskap er det uunngåelig å måtte vite hva fremtidsprognosene er for selskapet. Terminalverdien er den del av totalverdien som skal vise verdien i all fremtid etter de allerede estimerte årene. Dermed estimerer vi kontantstrømmene i de neste 4-5 årene og legger på et ledd som beregner verdi i det uendelige, det er dette leddet som kalles terminalleddet. Terminalleddet er spesielt viktig da dette leddet er veldig utslagsgivende på totalverdien til selskapet. Terminalleddet består av den siste estimerte kontantstrømmen, samt inflasjon og vekst som sammenfattes i en vekstrate (g). For å beregne terminalverdien bruker vi Gordons formel:

$$\text{Terminalverdi} = \frac{FCFF (\text{siste år})}{WACC - g}$$

Avkastningskrav

Det siste leddet vi trenger i DCF-modellen er et avkastningskrav som kan neddiskontere de estimerte kontantstrømmene. Denne verdien brukes også som et ledd i terminalverdien, og vil hjelpe oss finne dagens estimerte selskapsverdi, heretter kalt Enterprise Value.

Avkastningskravet skal ta høyde for ulike typer risikoer, tidsverdi og inflasjon ved investeringen, og være et mål på hvor stor avkastning investorer kan forvente ved å sette kapitalen i et alternativt investeringsobjekt med lik risiko. Estimeringen av avkastningskravet er spesielt viktig da avkastningskravet brukes i Gordons formel. Terminalverdien utgjør som sagt en størstedel av Enterprise Value, og dermed vil en endring i avkastningskravet være relativt utslagsgivende.

Som nevnt tidligere bruker vi totalkapitalen til SalMar ASA, dette tilsier at WACC (Weighted Average Cost of Capital) vil brukes som avkastningskrav. WACC overføres til norsk som det vektete gjennomsnittet av totalkapitalkostnad, som tilsier at alle former for finansiering er tatt hensyn til. Da finansieringskildene har ulik risiko, vil et vektet gjennomsnitt av disse forskjellige kildene, og deres respektive risikoer, gi oss et avkastningskrav av totalkapitalen.

Avkastningskravet til totalkapitalen beregnes ut fra følgende formel:

$$WACC = R_e \frac{E}{E + G} + R_g(1 - s) \frac{G}{E + G}$$

Der:

R_e = Avkastningskravet til egenkapitalen

E = Egenkapitalens markedsverdi

G = Gjeldens markedsverdi

R_g = Gjeldsrente

S = Selskapets skattesats

Vi ser fra WACC-formelen at vi behøver egenkapitalkostanden og gjeldskostnaden. Gjeldsrenten finner man ved å dividere rentekostnaden til selskapet på den rentebærende gjelden selskapet innehar. Denne verdien kan forstås som den effektive renten selskapet har på sin gjeld. Til egenkapitalkostnaden benytter vi Capital Asset Pricing Model (CAPM), kapitalverdimodellen på norsk, som med andre ord kan forklares som forventet avkastning til egenkapitalen investert. Denne modellen tar hensyn til risikofri rente, den systematiske udiversifiserbare markedsrisikoen og beta. Beta måler hvordan avkastningen til en gitt aksje varierer i forhold til aksjemarkedet generelt, også kalt markedsporteføljen. Markedsrisikoen kan også betegnes som den forventede avkastningen i markedet.

Formelen for Beta:

$$\beta = \frac{COV(r_j, r_m)}{Var(r_m)}$$

Der:

$Cov(r_j, r_m)$ = Kovariansen mellom en aksje og markedet

$Var(r_m)$ = Variansen i markedet

CAPM-formelen ser slik ut:

$$R_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Der:

R_e = Egenkapitalkostnad

R_f = Risikofri rente

β = Egenkapitalbeta selskapet

R_m = Markedets risiko

Det siste steget i denne modellen er å gjøre om fra Enterprise Value til markedsverdi. Dette gjøres enkelt ved å trekke ut den netto rentebærende gjelden til selskapet. Siden vi ønsker å beregne verdi per aksje, deler vi vår markedsverdi på antall utestående aksjer i selskapet og sammenlikner med dagens verdi per aksje.

4. Metode

4.1. Valg av problemstilling

Utgangspunktet for problemstillingen vår var at vi var interessert i oppdrettsnæringen. Vi hadde et inntrykk av SalMar som et kvalitetsselskap, og var derfor interessert i å undersøke lønnsomheten deres de siste årene. Hovedproblemstillingen vår ble dermed: «Hvordan har lønnsomheten til SalMar ASA utviklet seg i perioden 2016-2020, og hva er aksjeverdien per 31.12.2020?». I forlengelsen av dette ønsker vi å gjennomføre en fundamental verdsettelse av SalMar ASA.

Hovedproblemstillingen vår legger klare rammer for undersøkelsen. Vi mener at problemstillingen vår danner grunnlaget for en beskrivende undersøkelse. Den vil være beskrivende fordi vi vil beskrive forskjeller og likheter på flere ulike tidspunkter, med utgangspunkt i regnskapsinformasjon. Den vil til en viss grad også være forklarende ettersom vi også fokuserer på hvorfor utviklingen har vært som den har vært, og siden vi vil sammenligne utviklingen med lignende selskaper. I det følgende vil vi forklare hvordan vi har valgt å gå frem metodisk for å besvare problemstillingen.

4.2. Undersøkellesdesign

Problemstillingen er det som setter rammen for hvilket undersøkelsesdesign som egner seg best til å svare på oppgaven. Undersøkelsens reliabilitet og validitet vil være avhengig av valget av undersøkelsesdesign.

I oppgaven ønsker vi å gå i dybden på et fenomen. Dette krever et intensivt opplegg og er grunnen til at enkeltcasestudie er det vi har valgt som fremgangsmåte. Et opplegg som er intensivt, bidrar til at vi får gå i dybden på selskapet og studere den utviklingen som har skjedd over tidsperioden. Studiet prøver å oppnå en mest mulig detaljert og grundig forståelse av hvordan virkeligheten har utspilt seg, hvordan den er blitt oppfattet og hvordan sammenhengen er oppsatt. Metoden er egnet til å studere samspillet mellom ulike aktører og sammenhengen, noe vi ønsker. Dette vil bidra til å få et helhetlig overblikk av konsernet, utviklingen i lønnsomhet og hvordan ulike hendelser har hatt en påvirkning på resultatene.

4.2.1. Tidsavgrensning

Oppgaven er etter forhold gitt ved vår problemstilling avgrenset til årene 2016-2020. Dette valget er tatt da fem kontinuerlige regnskapsår er tilfredsstillende til både lønnsomhetsanalysen og verdsettingen. Det betyr at vi får gode og mange nok resultater til å oppnå en ønsket og relevant diskusjon, som viser trendene selskapet har. Da oppdrettsbransjen er en bransje i utvikling, vil en diskusjon basert på tall tidligere enn 2016 mest sannsynlig være utdaterte og vil ikke vise denne oppgaven rettferdighet. Dette spesielt i henhold til hva den estimerte fremtiden kan bringe for selskapet. Det faktum at det koronapregede året 2020 er med i oppgaven, gjør denne tidsavgrensningen mer spennende da effekten av korona kan vise seg.

4.2.2. Benchmarking

Som forklart i teoridelen vil vi benytte oss av benchmarking for å besvare problemstillingen. Ved å sammenligne SalMar sin utvikling i sentrale nøkkeltall med konkurrentene sine vil vi kunne gi en bedre beskrivelse av SalMar sin utvikling i lønnsomheten gjennom perioden. Ved å sammenligne med konkurrentene kan vi sette SalMar sin utvikling opp mot bransjen sin utvikling. Derfor vil benchmarkingen også styrke den forklarende delen av undersøkelsen, siden den gjør oss i stand til å identifisere hvilke kritiske suksessfaktorer bedriften med best lønnsomhet lykkes med. Det gjør oss bedre i stand til å beskrive og forklare utviklingen i lønnsomheten til SalMar i perioden.

4.3. Nøkkeltall

Vi har valgt å sette søkelys på nøkkeltall innenfor likviditet, soliditet, finansiering og lønnsomhet. Disse nøkkeltallene vil bedre kunne forklare og illustrere utviklingen i lønnsomheten til SalMar ASA, og samtidig belyse selskapets sin økonomiske situasjon. Valgene av nøkkeltall er viktig for å fange opp lønnsomheten og utviklingen i denne, da ulike nøkkeltall vil kunne gi ulike beskrivelser av lønnsomheten. Når det kommer til benchmarking mot andre bedrifter, så vil nøkkeltallene også være et veldig godt verktøy. Her kan man sammenligne den økonomiske utviklingen for bedrifter i samme marked, og hvor nøkkeltallene blir viktige sammenligningsfaktorer.

4.4. Datainnsamling

Oppgavens problemstilling setter grunnlaget for hvilke typer data vi behøver å innhente. På dette grunnlaget er dataen vi har samlet inn i all hovedsak kvantitative data, om nødvendig har disse blitt supplert med kvalitative data for å oppklare eventuelle uklarheter. De dataene som er mest relevante for vår oppgave er årsrapporter og regnskapstall fra 2016-2020. Denne typen sekundærdata er innhentet fra offentlig tilgjengelige rapporter og regnskap, eksempelvis SalMars egne årsrapporter, samt regnskapstall fra Proff.no.

Det faktum at all informasjonen vi innhenter er offentlig kan vanskeliggjøre våre drøftinger, og er grunnlag for feilkilder. Dette kan forklares ved at vår tilgang til mer dyptgående informasjon rundt de respektive tallene vi innhenter blir vanskeligere, og det er en mulighet tallene kan gi et falskt bilde.

4.5. Undersøkelsens reliabilitet og validitet

Oppgavens problemstilling reiser spørsmål om lønnsomheten til SalMar ASA.

Lønnsomhetsbegrepet kan defineres som selskapets evne til å tjene penger, og kan beskrives ved hjelp av nøkkeltall som sier noe om den økonomiske situasjonen. For å måle lønnsomheten vil vi utføre en regnskapsanalyse for å beregne disse nøkkeltallene, og supplere med en strategisk analyse for å forsøke å forklare hvorfor situasjonen og utviklingen er som den viser seg å være ut fra våre analyser. Verdsettelsesbegrepet baserer seg på en økonomisk modell for beregning av selskapets verdi ut fra en prognose av fremtidige kontantstrømmer, hvor valget av verdsettelsesmetode vil være viktig for å oppnå en god verdsettelse. Det er i tillegg gjennomført en sensitivitetsanalyse for å styrke reliabiliteten og validiteten i resultatet vårt, da denne sensitivitetsanalysen illustrerer hvor mye resultatet kan variere basert på små justeringer i inngangsverdiene.

Med de innhentede regnskapstallene fra årsrapportene og Proff.no, vil dataene vi benytter oss av i denne oppgaven være sammenfallende med formålet for oppgaven, nemlig en undersøkelse av selskapets økonomiske stilling. Disse tallene og informasjonen er først og

fremst skrevet til investorer, og det er derfor viktig å understreke at dette er ferdigproduserte regnskap uten rådata. Når det gjelder årsregnskapene så er disse regulert av regnskapsloven, i tillegg til at SalMar ASA er børsnotert og må følgelig forholde seg til IFRS-regelverket. Vi har også undersøkt om tallene fra Proff.no og de publiserte årsrapportene er sammenfallende, noe våre analyser også viser. Dette styrker kildenes og dataenes troverdighet. Tallene fra de konkurrerende selskapene som skal benyttes til benchmarking er hentet på samme vis som hos SalMar. Konkurrentene i vår analyse er børsnoterte selskaper, og må forholde seg til samme regelverk som SalMar ASA. Dermed styrkes reliabiliteten i resultatene vi har kommet fram til. En viktig problematisering omkring bruk av sekundærdata, er at disse ikke nødvendigvis er innhentet til samme formål som vårt. Likevel kan det argumenteres for at formålene er like, og at dette følgelig ikke er problematisk.

Det teoretiske grunnlaget som benyttes i oppgaven er hentet fra andre sekundærkilder, herunder pensum-/lærebøker og internett. Bøkene vi har brukt er pensum på bachelorstudiet ved NTNU Handelshøyskolen, og er følgelig å anse som gode kilder. Teori hentet fra internett er forfattet av personer med begrenset informasjon til, noe som bidrar til å svekke troverdigheten. Informasjonen som er brukt har derfor blitt forsøkt kryss-sjekket opp mot flere kilder så langt dette har latt seg gjøre, nettopp for å unngå å basere resultatene våre på feil informasjonsgrunnlag.

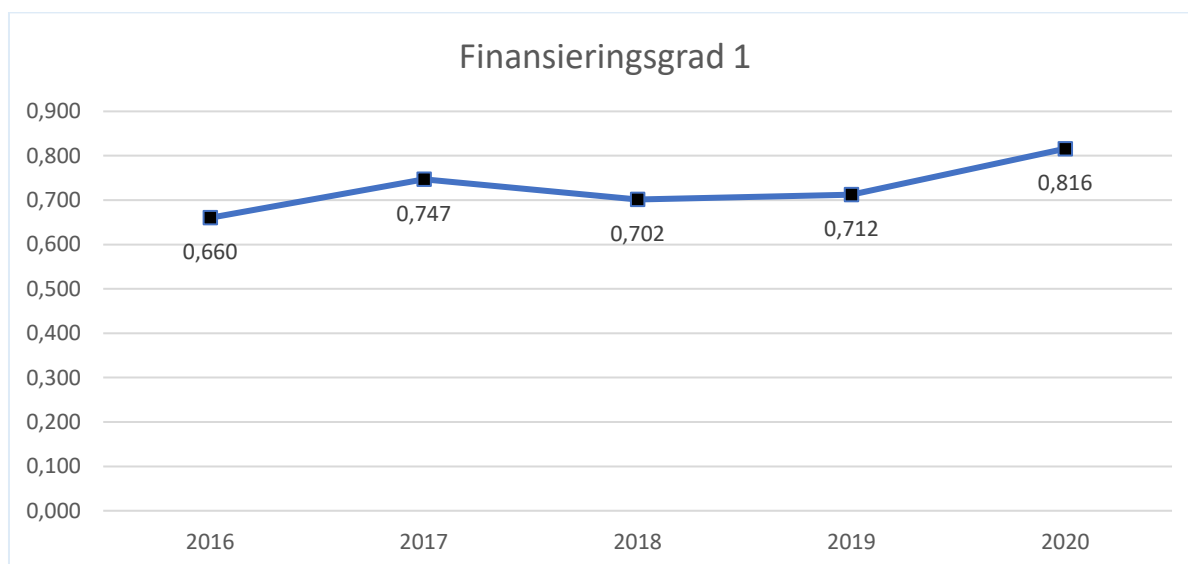
I oppgaven har vi som nevnt i all hovedsak benyttet oss av kvantitativ metode. En metodetriangulering med inkludering av kvalitativ metode hadde styrket oppgavens validitet og reliabilitet. Et alternativ kunne vært å ha gjennomført et intervju med en representant fra selskapet. På grunn av begrenset tid har vi heller valgt å basere resultatene fra analysene kun på sekundærkildene, altså regnskapstallene og nettsider, rapporter og artikler om bransjen og selskapet.

5. Analyse og diskusjon

I dette kapitlet foretar vi analysene som trengs for å besvare problemstillingen om lønnsomhetsutvikling og verdsettelse av SalMar ASA. Først gjøres regnskapsanalysen hvor vi analyserer nøkkeltallene for finansiering, likviditet, soliditet og lønnsomhet. Deretter gjennomfører vi benchmarking av lønnsomhetstallene for å sammenligne utviklingen hos SalMar med de nærmeste konkurrentene. I kapittel 5.3 gjøres den strategiske analysen med de rammeverkene som er presentert i teorikapitlet. Til slutt kommer verdsettelsen av selskapet og sensitivitetsanalysen.

5.1. Nøkkeltall

5.1.1. Finansiering



Figur 5-1: Finansieringsgrad 1 for SalMar ASA

Regnskapsår	2016	2017	2018	2019	2020
Finansieringsgrad 1	0,660	0,747	0,702	0,712	0,816

Tabell 5-1: Finansieringsgrad 1 for SalMar ASA

Finansieringsgrad 1 er under 1 hele perioden, noe som er positivt fordi anleggsmidlene da er langsiktig finansiert. I tillegg betyr dette at deler av omløpsmidlene også er langsiktig finansiert, dermed er arbeidskapitalen positiv gjennom hele perioden. Med positiv arbeidskapital styrkes likviditeten i bedriften, og selskapet får økt handlingsrom. Dette kan sees i sammenheng med likviditetsgradene som diskuteres under.

Av tabellen og diagrammet kan vi se at tallet på finansieringsgrad 1 øker, noe som indikerer at selskapet bruker mindre langsiktig kapital for å finansiere eiendelene sine. I utgangspunktet er dette en negativ utvikling, men økningen kan sies å være marginal, og nøkkeltallet er fortsatt relativt stabilt og godkjent i henhold til regelen om finansieringsgrad 1 under tallet 1 (Kristoffersen, 2019). Fra balansen ser vi en økning i anleggsmidler som tilsvarer en dobling i perioden, noe som tilsier betydelige investeringer. Denne økningen har vært relativt større sammenlignet med økningen i langsiktig kapital. Basert på dette kan man se at finansieringen, basert på finansieringsgrad 1, er å anse som sunn da anleggsmidlene i sin helhet er langsiktig finansiert, samtidig som deler av omløpsmidlene er langsiktig finansiert.

5.1.2. Likviditet



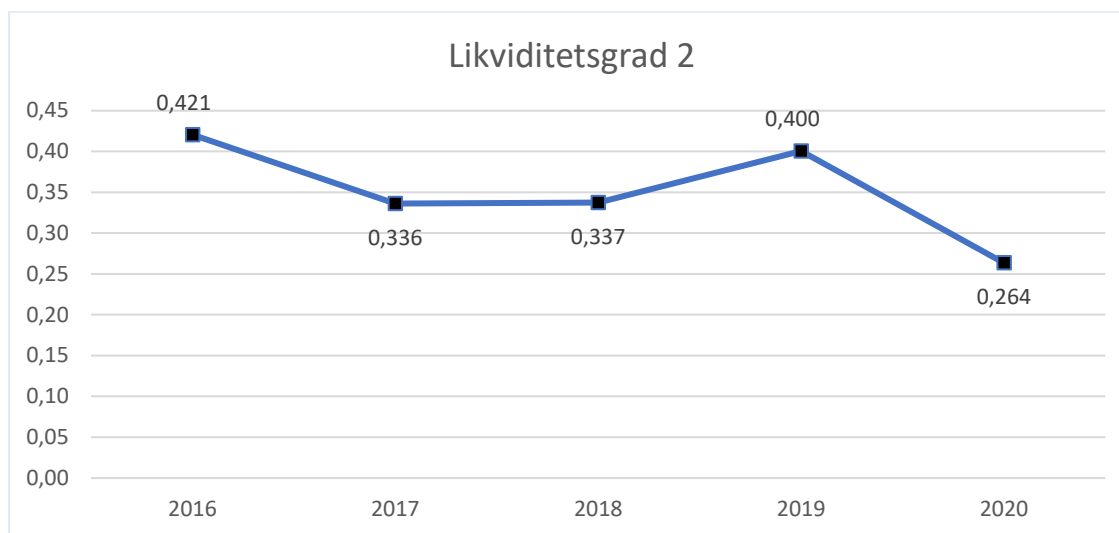
Figur 5-2: Likviditetsgrad 1 for SalMar ASA

Regnskapsår	2016	2017	2018	2019	2020
Likviditetsgrad 1	2,295	1,940	2,016	2,306	1,672

Tabell 5-2: Likviditetsgrad 1 for SalMar ASA

Likviditetsgrad 1 bør være større enn 2, da dette indikerer at bedriften har omløpsmidler tilgjengelig for å dekke den kortsiktige gjelden ved krav fra kreditorene. Som tabellen viser over, var SalMar ASA likvide nok til å dekke forpliktelser i 2016, 2018 og 2019. I 2017 var de marginalt under det uformelle kravet på 2. Bunnpunktet for SalMar ASA sin likviditet var i 2020, da bedriften hadde en likviditetsgrad 1 på 1,672. Dette er en godkjent likviditetsgrad 1.

Grunnen til denne nedgangen er en økning i andel kortsiktig gjeld, på tross av at omløpsmidler også øker fra tidligere regnskapsår.



Figur 5-3: Likviditetsgrad 2 for SalMar ASA

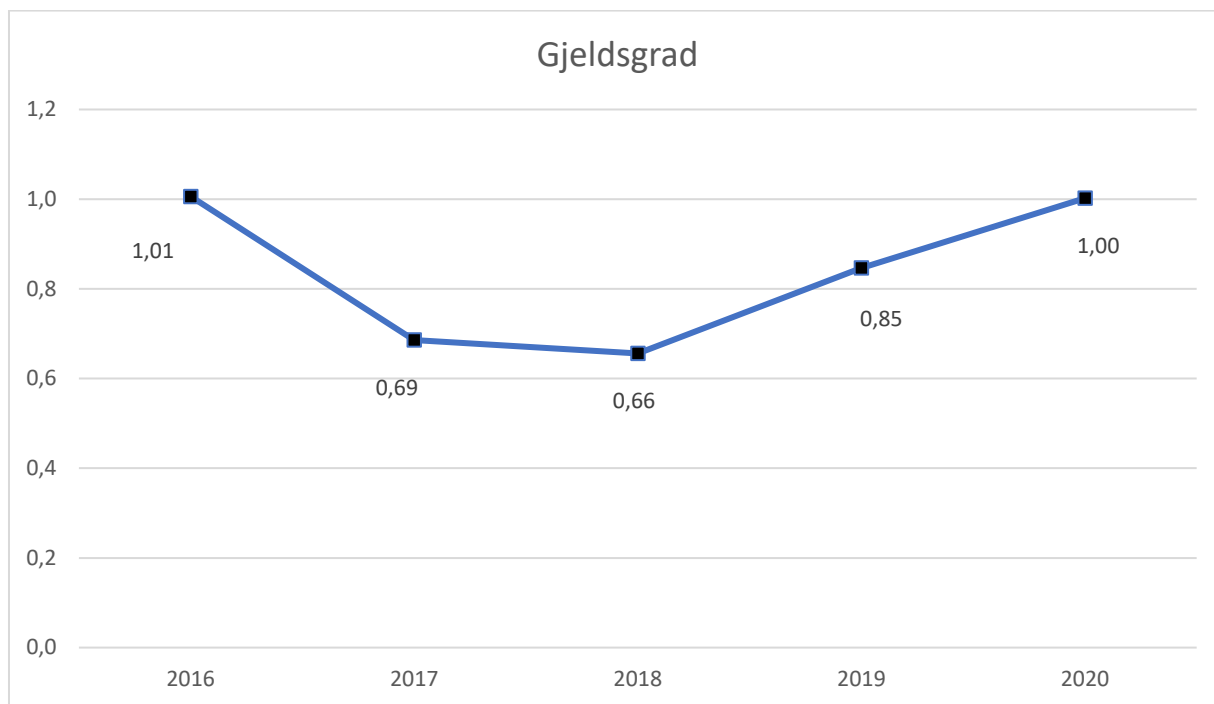
Regnskapsår	2016	2017	2018	2019	2020
Likviditetsgrad 2	0,421	0,336	0,337	0,400	0,264

Tabell 5-3: Likviditetsgrad 2 for SalMar ASA

Likviditetsgrad 2 bør være større enn 1, da dette indikerer at bedriften er likvid nok til å betale den kortsiktige gjelden med lett omsettelige omløpsmidler. For SalMar ASA kan vi se at likviditetsgrad 2 ikke er større enn 1 for noen av årene. De regnskapsårene med best likviditetsgrad 2 er 2016 og 2019. Bunnpunktet var i 2020, som også var tilfellet for likviditetsgrad 1. Årsaken bak de lave tallene for likviditetsgrad 2 er at de totale omløpsmidlene i stor grad består av varelageret i bedriften, blant annet laks. Derfor har ikke SalMar ASA mulighet til å betale den kortsiktige gjelden med lett omsettelige omløpsmidler.

5.1.3. Soliditet

Soliditeten til SalMar har vi valgt å definere utfra gjeldsgrad, egenkapitalandel og rentedekningsgrad.

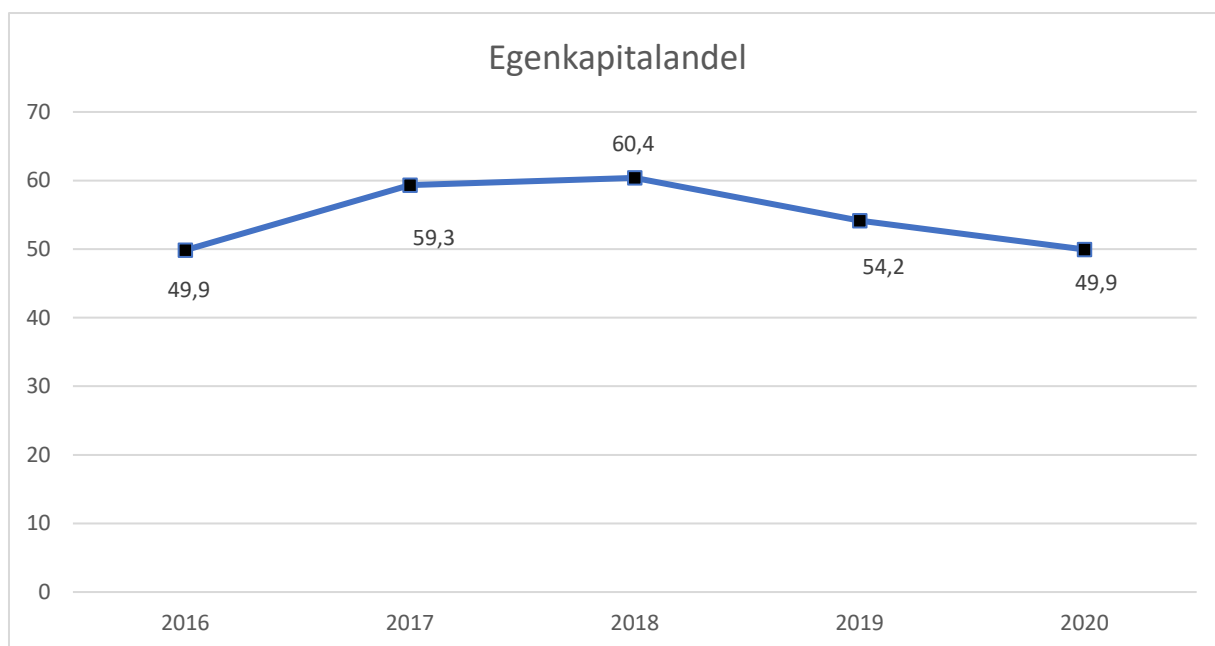


Figur 5-4: Gjeldsgrad for SalMar ASA

Regnskapsår	2016	2017	2018	2019	2020
Gjeldsgrad	1,01	0,69	0,66	0,85	1,00

Tabell 5-4: Gjeldsgrad for SalMar ASA

Gjeldsgraden er på 1 eller under hele perioden, men har de siste 2 årene hatt en stigende trend. En gjeldsgrad på 1 kan betegnes som positiv og tyder på god soliditet. Dette vil si at gjelden ikke er større enn egenkapitalen til SalMar. De siste to årene har likevel gjelden økt mer enn egenkapitalen. Av de andre konkurrentene i bransjen av sammenlignbar størrelse har både Grieg Seafood og Mowi jevnt høyere gjeldsgrad enn SalMar. Lerøy Seafood Group er den aktøren som har lavere gjeldsgrad enn SalMar og kan betegnes som mer solid.

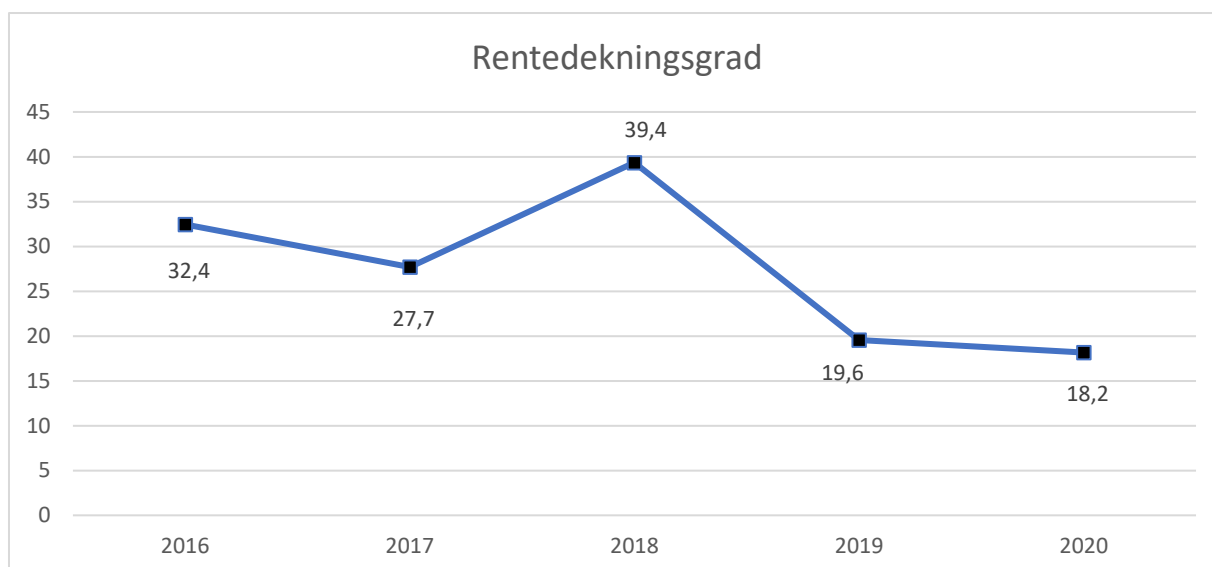


Figur 5-5: Egenkapitalandel for SalMar ASA

Regnskapsår	2016	2017	2018	2019	2020
Egenkapitalandel	49,9	59,3	60,4	54,2	49,9

Tabell 5-5: Egenkapitalandel for SalMar ASA

Egenkapitalandelen til SalMar har hatt en stigende trend fra 2016 til 2018 som toppunkt før trenden har snudd til synkende hvor 2020 er på samme nivå som starten av perioden. Dette betyr at egenkapitalen har økt i forhold til gjelden i starten og denne trenden har blitt reversert etter 2018. Egenkapitalandelen er som gjeldsgraden et forholdstall mellom egenkapital og gjeld i selskapet. Dette gjør at sammenligningen med Lerøy, Mowi og Grieg er lik som ved gjeldsgrad hvor kun Lerøy Seafood Group har tall som viser til en høyere soliditet.



Figur 5-6: Rentedeckningsgrad for SalMar ASA

Regnskapsår	2016	2017	2018	2019	2020
Rentedeckningsgrad	32,4	27,7	39,4	19,6	18,2

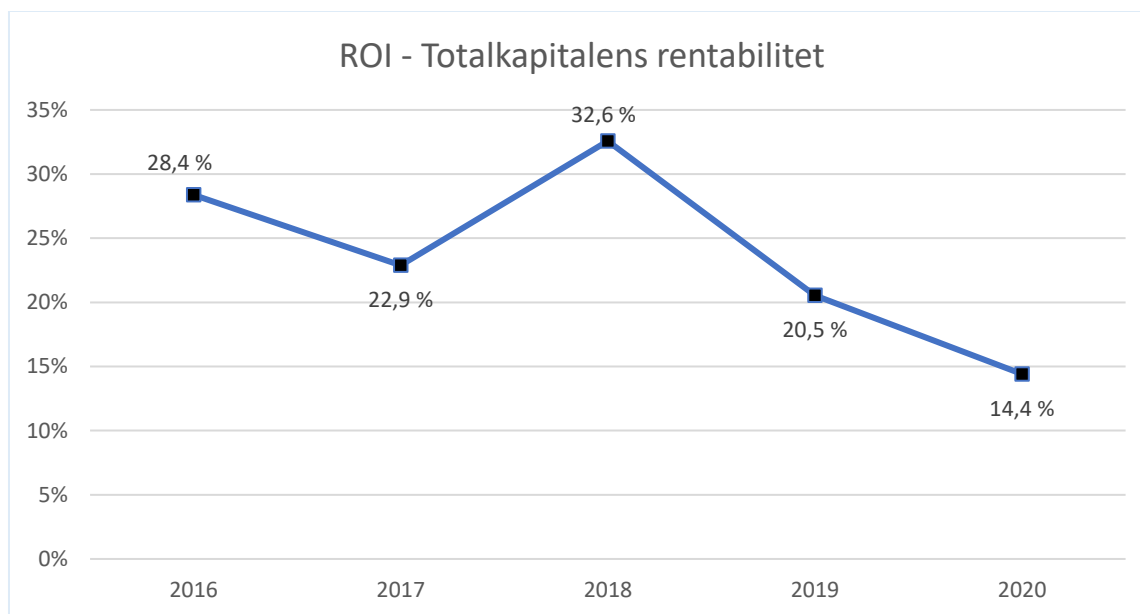
Tabell 5-6: Rentedeckningsgrad for SalMar ASA

Rentedeckningsgraden viser hvor godt egnet bedriften er til å betjene eksisterende gjeld og renteforpliktelser. Tallet viser hvor mange år med rentekostnaden SalMar klarer å betjene med ett ordinært resultat før skatt ved dagens lønnsomhet. Dette er også et tegn på hvor godt egnet bedriften er til å ta på seg økte renteforpliktelser ved eksisterende lønnsomhetsnivå. Denne har hatt en synkende trend for SalMar hvor et toppunkt eksisterer ved 2018. Selv om trenden har vært synkende, er fortsatt rentedeckningsgraden på 18,2 ved siste regnskap i 2020. Dette er en verdi som fortsatt er veldig god for å kunne betjene rentekostnadene og er fortsatt egnet for en eventuell økning av gjeld og renteforpliktelser. Soliditeten kan oppfatte som god ved dagens rentedeckningsgrad.

Ved analyse av nøkkeltallene ser vi at SalMar har meget god soliditet sett fra bransjestandard ved forholdet mellom egenkapital og gjeld på bedriftens total kapital. SalMar er i stor grad kapable til å betjene den gjelden de innehar og har muligheten til å ta opp mer hvis det er nødvendig for å vedlikeholde driften eller gripe nye muligheter. Dette viser også at bedriften er godt rystet for perioder med tap eller svekket resultat.

5.1.4. Lønnsomhet

Totalkapitalens rentabilitet (ROI)



Figur 5-7: Totalkapitalens rentabilitet (ROI) for SalMar ASA

Regnskapsår	2016	2017	2018	2019	2020
ROI	28,4 %	22,9 %	32,6 %	20,5 %	14,4 %

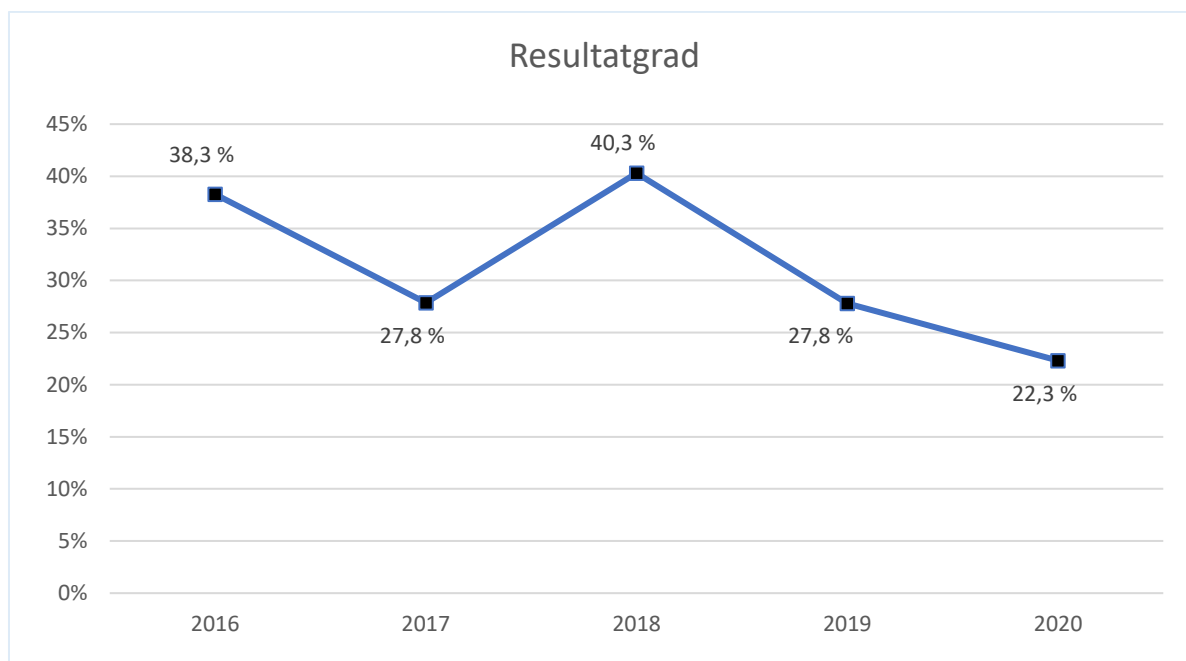
Tabell 5-7: Totalkapitalens rentabilitet (ROI) for SalMar ASA

SalMar har hatt en positiv total kapitalrentabilitet gjennom hele perioden. Dette viser at de skaper betydelig avkastning på den gjennomsnittlige total kapitalen. Likevel ser vi at det er en negativ trend i perioden sett under ett. Ut fra regnskapstallene skyldes dette en stor økning i total kapitalen i perioden. I 2016 var gjennomsnittlig total kapital 61% av det den var i 2020. Dette skjedde samtidig som det ordinære resultatet var lavere i 2020 enn i 2016.

Hva som er gode tall på total kapitalens rentabilitet, avhenger blant annet av hvilken bransje bedriften opererer i og andre makroforhold. En mulig årsak til nedgangen i det ordinære resultatet i 2020 kan for eksempel være koronapandemien. Det er vanskelig for oss å vurdere hva som er godkjent total kapitalrentabilitet for SalMar. Derfor har vi valgt å benytte oss av benchmarking, og vil der sammenligne SalMar sin total kapitalrentabilitet med andre bedriften

innenfor samme bransje. Vi kan likevel si at lønnsomheten basert på ROI ser ut til å ha vært gjennomgående god eller veldig god.

Resultatgrad (ROS)



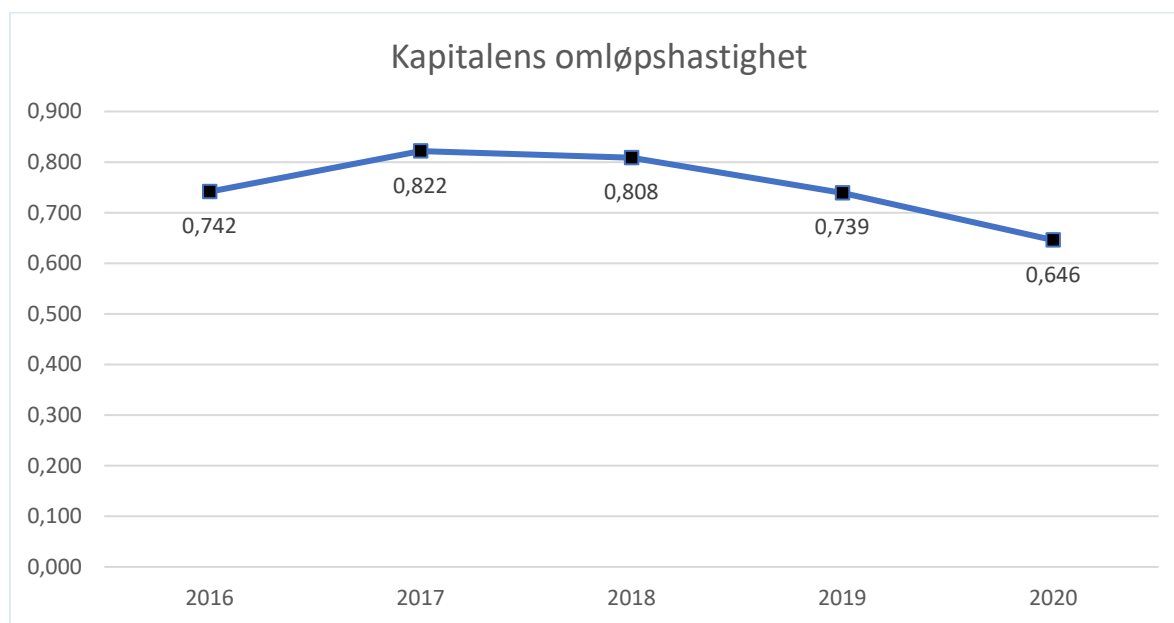
Figur 5-8: Resultatgrad for SalMar ASA

Regnskapsår	2016	2017	2018	2019	2020
Resultatgrad	38,3 %	27,8 %	40,3 %	27,8 %	22,3 %

Tabell 5-8: Resultatgrad for SalMar ASA

Vi ser at resultatgraden har hatt en varierende, men negativ utvikling perioden sett under ett. Resultatgraden var på sitt laveste i 2020. Vi ser av resultatregnskapet at det har vært en økning i driftsinntektene samtidig som driftsresultatet har svekket seg. Nedgangen i driftsresultatet skyldes i hovedsak en relativt større økning i driftskostnadene enn i driftsinntektene. Med andre ord kaster hver krone omsatt mindre av seg i 2020 enn det gjorde i årene før.

Kapitalens omløpshastighet (KO)



Figur 5-9: Kapitalens omløpshastighet for SalMar ASA

Regnskapsår	2016	2017	2018	2019	2020
Kapitalens omløpshastighet	0,742	0,822	0,808	0,739	0,646

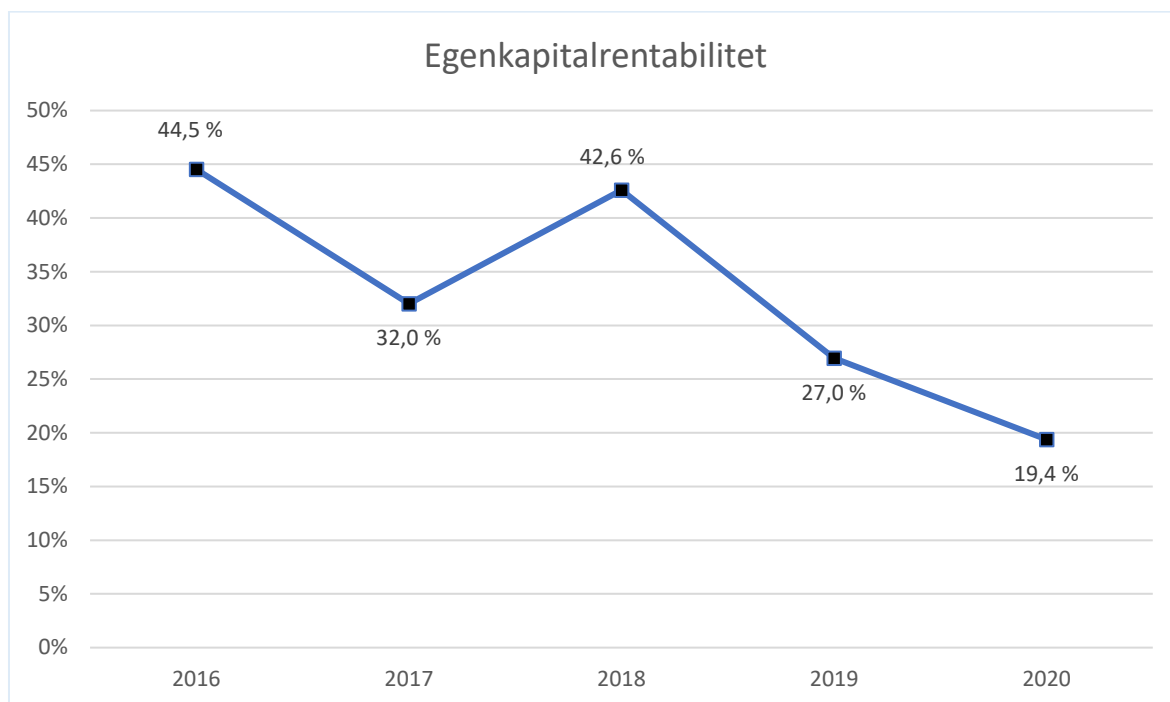
Tabell 5-9: Kapitalens omløpshastighet for SalMar ASA

Kapitalens omløpshastighet har i perioden vært relativt stabil, før 2020 hadde en liten nedgang på 0,093. Både driftsinntektene og den gjennomsnittlige totalkapitalen har økt, men totalkapitalen har relativt sett økt mer enn inntektene. Sagt med andre ord, har selskapets totalkapital i mindre grad evnet å skape inntekter enn tidligere.

Utviklingen skyldes ikke nødvendigvis SalMar sin evne til å utnytte midlene sine, men kan være påvirket av eksterne faktorer, som for eksempel laksepris, valutakurs, eller kostnader knytte til biologiske utfordringer. Fra 2017 til 2019 var den gjennomsnittlige lakseprisen på rundt 61 kroner (Bjørnestad, 2020). I 2020 derimot var prisen redusert til 53,75 kroner (Berge, 2021). Dette kan være et eksempel på forhold som påvirker resultatet til selskapet.

For å oppsummere innsikten dekomponeringen av ROI har gitt oss, ser vi at kurvene for ROI og ROS er sammenfallende, så det er primært ROS som forklarer endringene i ROI. Ser likevel at KO også har innvirket på total kapitalrentabiliteten, spesielt i 2020.

Egenkapitalrentabilitet etter skatt (EKR)



Figur 5-10: Egenkapitalrentabilitet etter skatt for SalMar ASA

Regnskapsår	2016	2017	2018	2019	2020
EKR	44,5 %	32,0 %	42,6 %	27,0 %	19,4 %

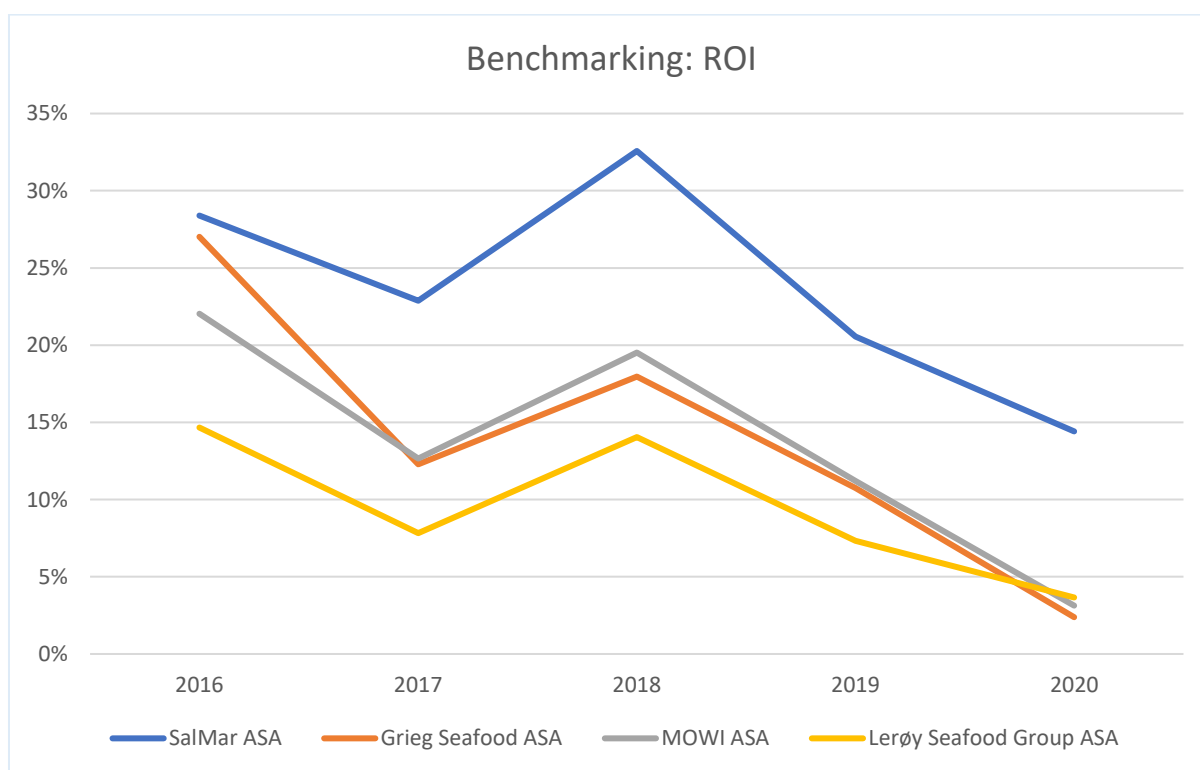
Tabell 5-10: Egenkapitalrentabilitet (EKR) etter skatt for SalMar ASA

Egenkapitalrentabiliteten har hatt en betydelig negativ utvikling i perioden, med en reduksjon på 25,1 prosentpoeng fra 2016 til 2020. Utviklingen er tilnærmet lik som for total kapitalrentabiliteten og resultatgraden. Det ordinære resultatet etter skatt har for SalMar ASA vært ganske stabilt mellom 2 og 3 milliarder, med unntak av 2018, mens egenkapitalen i selskapet har økt jevnt i perioden. Følgelig blir nøkkeltallet mindre og mindre. EKR etter skatt er likevel (stort sett) på et høyt nivå.

5.2. Benchmarking

I følgende delkapittel vil vi sammenligne SalMar ASA sine lønnsomhetstall med de nærmeste konkurrentene i bransjen, nemlig Grieg Seafood ASA, Mowi ASA og Lerøy Seafood Group ASA. Våre analyser viser en samlet negativ trend for alle aktørene i 2020, som nok kan forklares av koronapandemien som inntraff dette året. Denne utviklingen er samtidig interessant, da analysene kan være med på å belyse hvilke(t) selskap som har håndtert pandemien på best mulig måte.

Totalkapitalens rentabilitet (ROI)



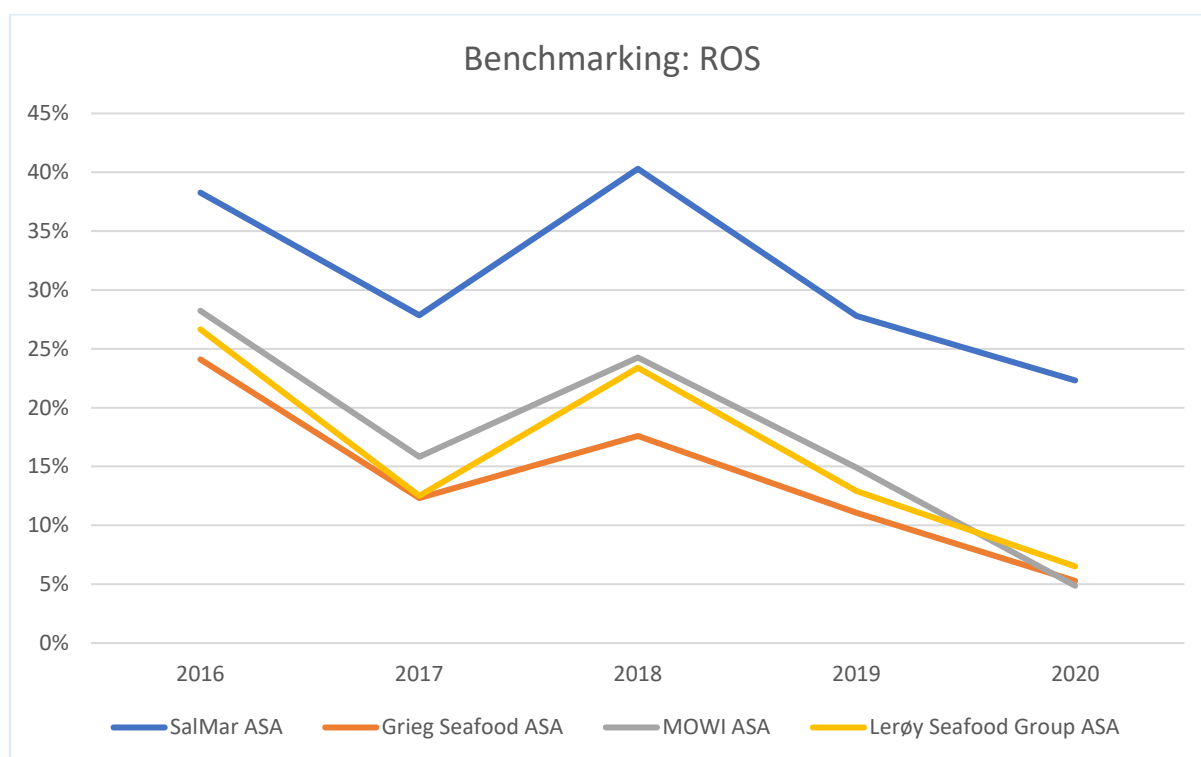
Figur 5-11: Benchmarking av ROI for SalMar ASA og nærmeste konkurrenter

Regnskapsår	2016	2017	2018	2019	2020
SalMar ASA	28,4 %	22,9 %	32,6 %	20,5 %	14,4 %
Grieg Seafood ASA	27,0 %	12,3 %	18,0 %	10,8 %	2,4 %
Mowi ASA	22,0 %	12,6 %	19,5 %	11,2 %	3,1 %
Lerøy Seafood Group ASA	14,7 %	7,8 %	14,1 %	7,3 %	3,7 %

Tabell 5-11: ROI for SalMar ASA og nærmeste konkurrenter

Vi ser av figur 5-11 at SalMar har klart best ROI gjennom hele perioden. Det har derimot vært en negativ trend for alle selskapene perioden sett under ett. Grieg har hatt den dårligste utviklingen, med en reduksjon på hele 24,6 prosentpoeng. Lerøy har hatt den minste reduksjonen med en nedgang på 11 prosentpoeng. Likevel er det viktig å poengtere at SalMar sin ROI har blitt redusert fra et høyere nivå, og de står igjen med en ROI på 14,4%, klart høyere enn Lerøy sin på 3,7%. Basert på ROI har SalMar hatt den beste lønnsomheten i perioden.

Resultatgrad (ROS)



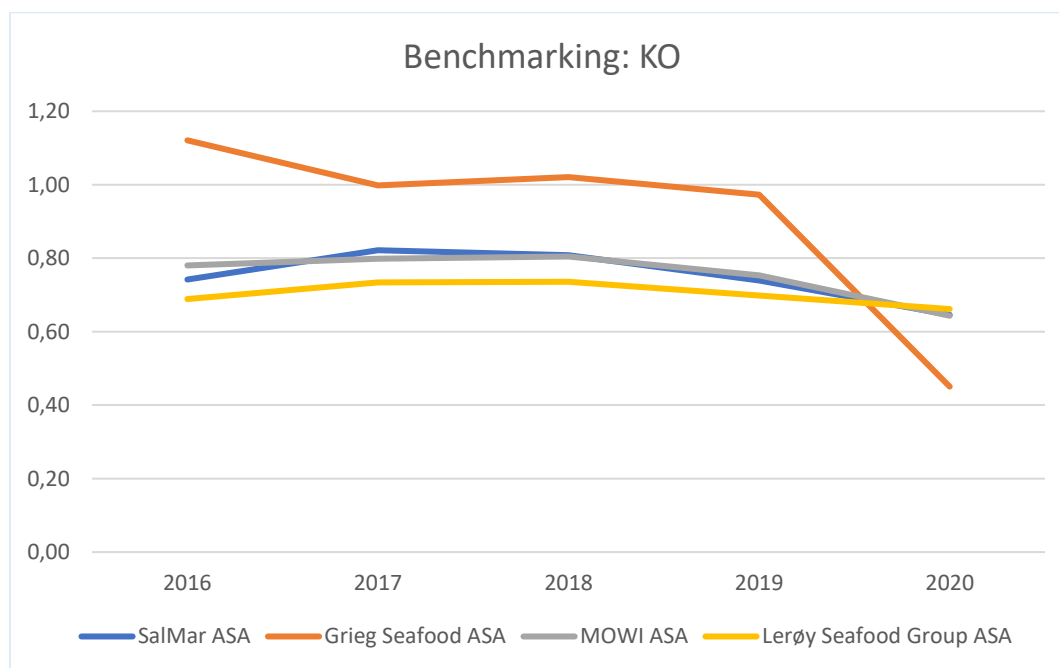
Figur 5-12: Benchmarking av ROS for SalMar ASA og nærmeste konkurrenter

Regnskapsår	2016	2017	2018	2019	2020
SalMar ASA	38,3 %	27,8 %	40,3 %	27,8 %	22,3 %
Grieg Seafood ASA	24,1 %	12,3 %	17,6 %	11,1 %	5,3 %
Mowi ASA	28,2 %	15,8 %	24,3 %	14,9 %	4,9 %
Lerøy Seafood Group ASA	26,7 %	12,5 %	23,4 %	12,9 %	6,5 %

Tabell 5-12: ROS for SalMar ASA og nærmeste konkurrenter

Resultatgraden har som nevnt under analysen av nøkkeltallet for SalMar sterk sammenheng med ROI, også vist ved DuPont-modellen. Figur 5-12 viser at SalMar ASA har høyest resultatgrad. Utviklingen er også lik som for ROI, hvor alle selskapene har en negativ utvikling fra 2016 til 2020. Denne utviklingen har også vært tilnærmet lik for alle selskapene.

Kapitalens omløpshastighet (KO)



Figur 5-13: Benchmarking av KO for SalMar ASA og nærmeste konkurrenter

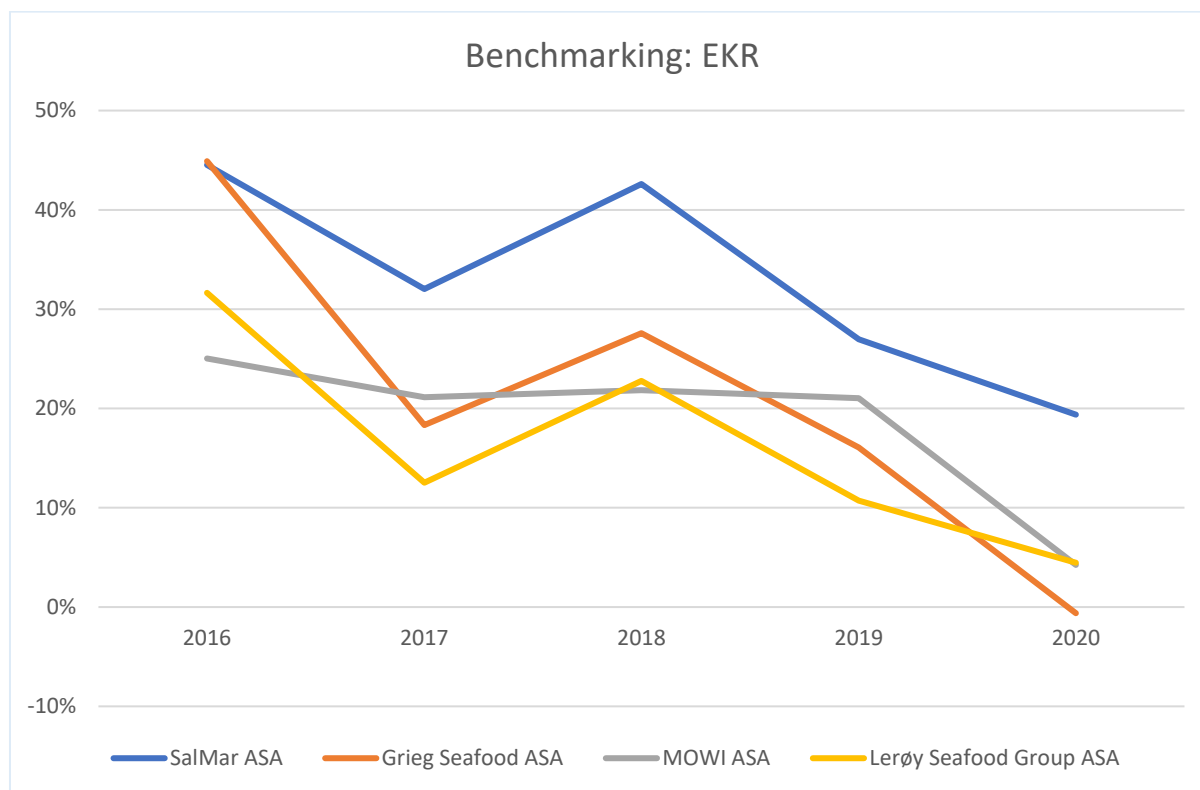
Regnskapsår	2016	2017	2018	2019	2020
SalMar ASA	0,742	0,822	0,808	0,739	0,646
Grieg Seafood ASA	1,121	0,998	1,021	0,972	0,451
Mowi ASA	0,780	0,798	0,805	0,753	0,643
Lerøy Seafood Group ASA	0,689	0,734	0,736	0,699	0,662

Tabell 5-13: KO for SalMar ASA og nærmeste konkurrenter

Vi ser av figur 5-13 at kapitalens omløpshastighet har vært relativt stabil og lik for SalMar, Mowi og Lerøy gjennom hele perioden. SalMar og Lerøy har hatt den minste nedgangen i kapitalens omløpshastighet, mens Mowi har hatt en noe større nedgang på 0,137. Likevel har disse tre selskapene hatt en stabil utvikling i KO over perioden, og dere KO er svært nærme

hverandre i 2020. Unntaket er Grieg, som i motsetning til de andre har hatt en sterkt negativ utvikling. Grieg sin KO har blitt redusert fra 1,121 til 0,451, og de har gått fra den høyeste til den laveste omløpshastigheten på kapitalen.

Egenkapitalrentabilitet (EKR)



Figur 5-14: Benchmarking av EKR etter skatt for SalMar ASA og nærmeste konkurrenter

Regnskapsår	2016	2017	2018	2019	2020
SalMar ASA	44,5 %	32,0 %	42,6 %	27,0 %	19,4 %
Grieg Seafood ASA	44,9 %	18,3 %	27,6 %	16,1 %	-0,6 %
Mowi ASA	25,0 %	21,1 %	21,8 %	21,0 %	4,2 %
Lerøy Seafood Group ASA	31,6 %	12,5 %	22,8 %	10,7 %	4,5 %

Tabell 5-14: EKR etter skatt for SalMar ASA og nærmeste konkurrenter

Figur 5-14 viser at SalMar ASA har hatt den høyeste egenkapitalrentabiliteten gjennom perioden. Utviklingen har også her vært negativ for alle selskapene, men mest for Grieg Seafood ASA. Selskapet hadde i 2016 høyest EKR, men ender altså opp med negativ EKR i

2016, lavest blant de fire selskapene. Vi ser at SalMar i 2020 har den klart beste egenkapitalrentabiliteten blant selskapene.

I dekomponeringen vår av ROI fant vi at SalMar utmerker seg spesielt positivt når vi undersøker ROS. Benchmarkingen vår viser at SalMar er beste praksis blant disse fire selskapene, og at det er spesielt på kostnadssiden de utmerker seg. Dette er i tråd med deres strategi om å være kostnadsleder i bransjen.

5.3. Strategisk analyse

Den strategiske analysen deles grovt i to, først med en ekstern analyse ved bruk av PESTEL-analyse og Porters bransjeanalyse, samt en intern analyse ved VRIO-modellen. Deretter oppsummeres funnene i de ulike analysene i en SWOT-modell.

5.3.1. PESTEL-analyse

Politiske og juridiske faktorer

For oppdrettsnæringen vil politiske og juridiske faktorer være til dels overlappende. Bransjen reguleres av myndighetene, hvor oppdrettsaktørene må forholde seg til en rekke lover og retningslinjer. Dette henger sammen med at oppdrett er en tillatelsesbasert næring, hvor oppdrettsselskapene er avhengige av å få tildelt konsesjoner for å drive oppdrett (Fiskeridirektoratet, 2022). I tillegg har skattepolitikken en sentral påvirkning på selskapenes lønnsomhet.

Konsesjoner er en begrenset ressurs som er svært ettertraktet på grunn av de store mulighetene for økonomisk overskudd. De senere årene har en grunnrenteskatt på oppdrett vært hyppig diskutert. Begrunnelsen for å innføre en grunnrenteskatt er at oppdrettsbransjen oppnår meravkastning på grunn av tilgangen på begrensede naturressurser. Derfor foreslo et utvalg som ble satt til å vurdere dette i 2019 en grunnrenteskatt på 40% av overskuddet i havbruksnæringen (Hovland, 2019). Selv om forslaget ble avvist av Stortinget i 2019, er dette en politisk risiko som potensielt kan ha stor innvirkning på lønnsomheten til SalMar.

Det meste av norsk oppdrettslaks eksporteres til utlandet. Derfor vil også den politiske situasjonen internasjonalt være en risikofaktor for oppdrettsnæringen. Denne risikoen kan være handelsrestriksjoner som følge av økonomiske og politiske sanksjoner rettet mot Norge og norske selskaper. For eksempel ble det etter Russlands annektering av Krim i 2014 innført handelsrestriksjoner som stengte det russiske markedet. Dette var trolig et motsvar på Vestens sanksjoner mot Russland. Et annet eksempel på dette er Kinas restriksjoner på import av norsk laks fra utvalgte regioner som rammet SalMar i 2015. Kina innførte disse restriksjonene i lys av et problematisk forhold til Norge, spesielt etter at den kinesiske dissidenten Liu

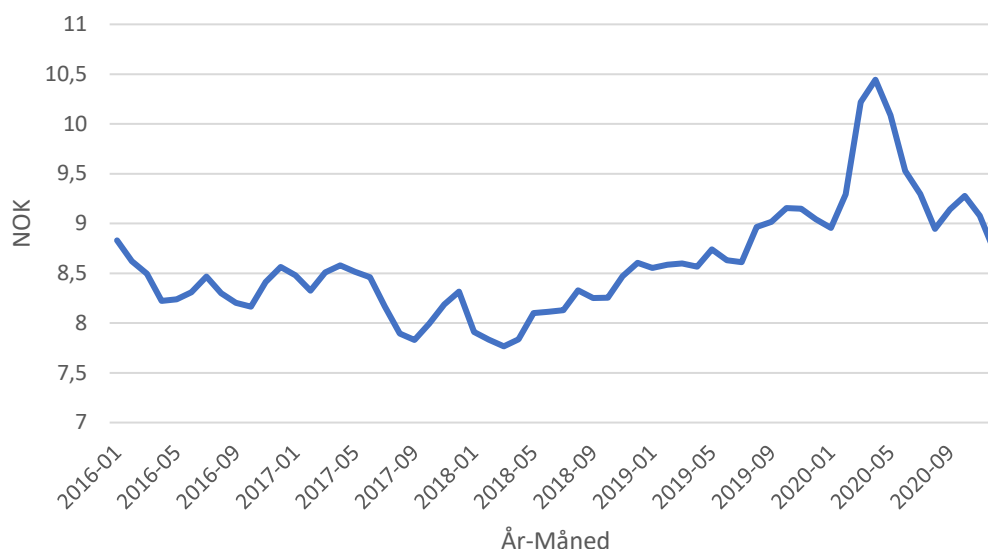
Xiaobo fikk fredsprisen i 2010. Disse restriksjonene ble opphevet i 2019, men konsekvensen er at Norge fortsatt eksporterer lite laks til Kina (SSB, 2020).

Økonomiske faktorer

Økonomiske faktorer omfatter blant annet pris på råvarer, valutakurs, renterisiko m.m. Disse forholdene kan påvirke lønnsomheten i bransjen. For oppdrettsnæringen spiller naturligvis lakseprisen en stor rolle. Som nevnt tidligere eksporteres det meste av norsk laks til utlandet, og valutakursen vil følgelig også ha påvirkning. Renterisiko omhandler hvordan markedrenten påvirker de finansielle resultatene til selskapene.

Tall fra Fish Pool (u.å.) viser at den årlige gjennomsnittlige lakseprisen har ligget stabilt omkring 60 kr/kg mellom 2016 til 2019. I 2020 gikk imidlertid prisen noe ned, noe som kan forklares av redusert etterspørsel som følge av koronapandemien. De nasjonale nedstengningene førte til stengte landegrenser, restauranter og utesteder og har en stor del av årsaken til den reduserte etterspørselen. Nå som flere land har begynt å åpne opp igjen, kan man forvente framover at etterspørselen vil vokse, og følgelig vil prisen på laks kunne forventes å øke.

Siden det meste av salget foregår internasjonalt, vil også oppgjør skje i euro og dollar. Derfor har kronekursen en betydning for eksporten og laksenæringens konkurransevne. En appresiering av den norske kronen gjør at laksen blir dyrere for de som importerer, noe som fører til lavere etterspørsel. Motsatt vil en svekket krone gjøre det billigere for andre land å importere norsk laks. Av figur 5-16 kan vi se en kraftig svekkelse av den norske kronen sett opp mot amerikanske dollar (USD) når koronapandemien inntraff mars 2020 (Norges Bank, 2022).



Figur 5-15: Kronekurs (NOK) målt mot amerikansk dollar (USD) (Norges Bank)

Dette skulle talt for en økning i etterspørselen etter norsk laks, jfr. forholdet mellom kronekurs og prisen på norsk laks for importører. Som følge av stengte landegrenser og nasjonale nedstengninger gikk likevel ikke etterspørselen etter norsk laks opp.

Lakseoppdrett er en kapitalintensiv bransje som krever betydelige investeringer. SalMar har en gjeldsgrad på 1 og en langsiktig gjeld på over 6 milliarder. Rentenivået er derfor en vesentlig økonomisk faktor for SalMar. Styringsrenten har vært lavere enn historiske nivåer helt siden finanskrisen i 2008, og spesielt lav siden 2020 på grunn av koronapandemien. Dette har påvirket SalMar sin lønnsomhet positivt fordi finanskostnadene har vært lave. Samtidig har investorenes avkastningskrav blitt redusert, noe som har kunne bidratt til økt aksjekurs og selskapsverdi for SalMar. Dette diskuteres nærmere i kapittel 5.4 om verdsettelse.

I desember 2021 ble styringsrenten hevet fra 0,25 til 0,5 prosent. I den siste pengepolitiske rapporten i 2021 prognostiserte Norges Bank at den skal stige videre de neste årene og være på 1,75 prosent mot slutten av 2024 (Olsen, 2021). Selv om styringsrenten vil forbli relativt sett lav de neste årene, vil den forventede økningen føre til økte finanskostnader for SalMar. Med andre ord er det en renterisiko som kan påvirke lønnsomheten til SalMar i negativ retning de neste årene.

Sosiokulturelle faktorer

Sosiokulturelle faktorer omfatter blant annet demografi, samt sosiale normer og vaner, som igjen påvirker konsumentenes personlige preferanser. Dette kan påvirke etterspørselen etter oppdrettslaks og SalMar på flere ulike måter.

Demografien har betydning for etterspørselen etter oppdrettslaks. Befolkningen har vokst kraftig over de siste hundre årene, samtidig som det har vært en rask utvikling i den totale velstanden i verden. En konsekvens av denne utviklingen er at det mulige markedet for oppdrettslaksen har økt. Hvor mye det vil øke fremover er usikkert, men FN forventer at befolkningsveksten stopper opp i 2100 med en total befolkning på 10 milliarder (FN, 2021).

Et annet viktig moment er forbrukernes holdning til oppdrettslaks som produkt. Er forbrukerne positivt innstilt til laksen som helsebringende mat, eller er de skeptisk på grunn av oppdrettsbransjens utfordringer knyttet til dyrevelferden og miljøpåvirkning i fjordene? Dette vil vi komme tilbake til under miljødelen. Poenget er at disse holdningene trolig endres over tid i et samspill mellom næringsutviklingen og samfunnsutviklingen. Det vil være en viktig risikofaktor å være bevisst på for SalMar og oppdrettsbransjen.

En tredje sosiokulturell faktor vi mener er av betydning for SalMar er folks vaner knyttet til konsum av oppdrettslaks. Under pandemien skjedde det en vridning fra at laks ble konsumert på restaurant til at flere begynte å tilberede laks hjemme. I Asia begynte man å kjøpe laks over nettet (Aandahl, 2021). Dermed ble bortfallet av restaurantbransjen raskt kompensert for gjennom en endring i folks vaner. Når koronapandemien går mot slutten, tror vi dette vil kunne virke positivt inn på etterspørselen etter laks når restaurant- og cateringbransjen åpner opp igjen på verdensbasis.

Teknologiske og miljømessige faktorer

I havbruksnæringen vil teknologiske forhold kunne omhandle innovasjoner i bransjen, aktiviteter innen forskning og utvikling, samt endringer i teknologiske løsninger. Noen av oppdrettsbransjens største utfordringer er knyttet til miljømessige forhold. Den teknologiske utviklingen som kan forventes fra bransjen framover handler trolig mye om hvordan selskapene kan løse disse utfordringene på best mulig måte. Miljømessige forhold omhandler blant annet fiskehelse og fiskevelferd, forurensning og klimagassutslipp, avfall og klimaendringer.

Når det gjelder fiskehelse og -velferd, så er lakselus, smittsomme sykdommer og rømming av oppdrettslaks de mest aktuelle problemstillingene som oppdrettsselskaper må håndtere. Her behøves det nye teknologiske løsninger for å hindre rømming av oppdrettslaks, og dermed spredning av smittsomme sykdommer som truer villaksen. Dette kan sees i sammenheng med oppdrettslaksens omdømme som matprodukt blant konsumentene, som vi var inne på viktigheten av under sosiokulturelle forhold.

Fiskeoppdrett medfører også betydelige mengder avfall i oppdrettsområdene i fjordene. En av mulighetene som ligger der er å flytte oppdrett fra kystnære områder til lenger ut på havet. SalMar sin Ocean Farm 1 er et pilotprosjekt på havbasert oppdrett, og et eksempel på at det finnes muligheter for å utnytte seg av et enormt ubenyttet potensial som ligger der for oppdrettsselskapene.

Landbasert oppdrett handler om å flytte fiskeoppdrett til land. Dette skal blant annet føre med seg fordeler for både miljøet og fisken. For sistnevnte så unngår man smittsomme sykdommer og lakselus som finnes i havet og vassdragene, i tillegg til at villaksen ikke påvirkes disse forholdene på grunn av rømt oppdrettslaks. I landbasert oppdrett finnes det også muligheter for avanserte analysemetoder og bruk av kunstig intelligens som skal automatisere store deler av produksjonen, i tillegg til å kunne overvåke fiskehelsen bedre enn man gjør i dag. Utfordringene her ligger i det etiske knyttet til fiskevelferd, og bruk av et konstruert miljø for oppdrett av fisk.

5.3.2. Porters bransjeanalyse

Porters bransjeanalyse, også kalt Porters fem konkurransekrefter, er en modell som brukes for å analysere markedet en bedrift tilhører og hvilke faktorer kan påvirke driften. Modellen er en ekstern analyse som setter søkelys på mikroforholdet til bransjen. De faktorene som tilhører modellen, er:

- Rivaliseringen innenfor bransjen
- Etableringsbarrierer
- Substitutter
- Kundenes forhandlingskraft
- Leverandørens forhandlingskraft

De fem konkurransekreftene viser SalMar konkurransen i markedet, attraktiviteten i markedet og lønnsomheten til aktørene i bransjen (Porter, 1979).

Rivalisering innenfor bransjen

Lakseoppdrettsbransjen er et marked som domineres av få aktører som opptrer i stor skala. Dette skaper derfor en rivalisering av høy grad ettersom disse selskapene tilbyr like produkter.

Etableringsbarrierer

At bransjen er utsatt for potensielle aktører er naturlig i en bransje som fremlegger gode resultater og høye omsetninger. Eventuelle nyetablerte aktører vil da konkurrere med de eksisterende selskapene i bransjen. Innenfor oppdrett og villfiskbransjen må alle aktørene få konsesjon for tillatelse til å starte opp driften og er dermed naturlig en stor etableringsbarriere. Grunnen for denne konsesjonsordningen er for å ta vare på miljøet langs kysten og sørge for en best mulig bruk av kystområder.

Etableringskostnadene innenfor bransjen kan beskrives som meget store. En av de mest sentrale er lokasjonen som skal brukes til oppdrettssatsingen som må søkes om. Dette er en tidkrevende prosess som vil bidra til å gjøre oppstartsfasen treg. Det er i tillegg nødvendig å planlegge lokasjonen til slakt av fisken og hvordan den skal foredles. Det er også nødvendig å bygge opp et distribusjonsnettverk enten gjennom samarbeidspartnere eller eget og en plan for

hvordan salget skal gjennomføres og avtaler som er nødvendige. Dette bidrar til at kapitalkravet for oppstart er krevende. En ny-oppstartet aktør vil være avhengig av god likviditet ved oppstart ettersom at tiden fra investeringen starter og kostnadene begynner å løpe til inntektene begynner å komme inn er lang.

Bransjen kan betraktes som veletablert og trusselen for nyetableringer blir ansett som liten. Konesjonsordningen og etableringskostnadene er med på å begrense mulige aktører fra å innta markedet ettersom at muligheten og kapitalen som kreves kan oppfattes som en høy etableringsbarriere.

Substitutter

Trusler for substitutter går ut på produkter som kan være tilstrekkelig til behovet for etterspørselen på samme som laksen. Nye produkter til markedet er svært lite sannsynlig, men en endring i konsumenter sine forbrukervaner i forhold til annen type fisk eller substitutter som kjøtt kan være en trussel mot SalMar. Andre typer rød fisk som regnbueørret og ørret er i mindre grad utbredt på samme måte som atlantisk laks innenfor oppdrettsnæringen, men eksisterer i småskala.

Substitutt-trusselen kan anses som liten ettersom at bransjen er stor og kan tilpasse sine produkter til å samsvare med etterspørselen. Laks er markedsført som et helsegunstig produkt med innhold av sunne fettsyrer og mye protein.

Kundenes forhandlingskraft

Forhandlingskraften til kunder er en viktig faktor for enhver bransje og de tar som oftest utgangspunkt i pris, tilgjengelighet og kvalitet. Noe av det bransjen har hatt suksess med er deres evne til å innfri kundenes forventninger og dekke kravene. Kundene kan bidra til at bransjen må utvikle seg ved å stille krav til utformingen av produktet og bransjen er nødt til å omstille seg for å beholde disse kundene.

Produktet som SalMar og bransjen selger er oppdrettslaks. Dette er et produkt som ikke er differensiert. Måten man kan skille seg ut i markedet på er gjennom konkurranse på enten pris eller kvalitet. Kvalitet kan være på ferdige produkter eller på hvor fersk fisken er når den kommer i butikken. Markedet eksisterer av mange aktører som tilbyr ulike ferdige produkter, noe som bidrar til mer makt hos kundene.

Ettersom markedet er såpass stort og produktene ikke er differensiert nok, vil vi anse kundenes forhandlingskraft som svak i bransjen.

Leverandørens forhandlingskraft

Forhandlingskraften som leverandørene innehar, er satt etter i hvilken grad de har muligheten til å øke prisene. Vi har tidligere nevnt at SalMar er et komplett vertikalt integrert konsern hvor verdikjeden går fra å produsere fiskefôr, til salg av ferdig vare. Siden SalMar har kontroll på hele sin verdikjede, er det ingen leverandører som de er avhengige av.

Konsekvensen av dette er at det ikke eksisterer noen leverandører som har forhandlingskraft

5.3.3. VRIO

SalMar ASA har, helt siden oppstart, sett på oppdrett og bearbeiding som sentrale deler av konsernets strategi. I denne VRIO-analysen skal vi ta for oss disse to ressursentrene med tilhørende ressurser for å analysere hvor vidt disse kan bidra til varige konkurransefortrinn for selskapet.

Oppdrett:

Først skal vi ta for oss oppdrettssegmentet i SalMar ASA. Med sine seks klekkeri- og settefiskanlegg er SalMar godt dekket med smolt av den kvaliteten de ønsker. Gjennom utviklingen av disse anleggene, har selskapet gjennomført omfattende investeringer i forskning og utvikling for å kunne effektivisere og bedre kvaliteten på oppdrettet. Dette innebærer blant annet investeringer i resirkuleringsteknologi som gjør det mulig å drive oppdrett på mindre ferskvannsressurser. Selv om det ikke er mangel på ferskvann, så er denne teknologien svært fremtidsrettet og gjør fremtidige oppdrettsanlegg mindre avhengige av tilgjengelige ferskvannsressurser. I tillegg er SalMar sin settefiskvirksomhet bygd rundt bruk

av alternative energiresurser. Konsernet har allerede anlegg som utnytter alternative energiresurser, som anlegget i Follafoss som varmer opp produksjonsvannet med avløpsvann fra nærliggende treforedlingsindustri sitt avløpsvann og anlegget i Kjørsvikbugen som også bruker varme fra en nærliggende metanolfabrikk. Dette er med på å gjøre produksjonen mer bærekraftig, samtidig som man ikke reduserer kvaliteten eller effektiviteten (SalMar, 2021).

Verdifull:

SalMar sin godt utviklede resirkuleringsteknologi er en svært verdifull ressurs. Denne teknologien er med på å gjøre selskapet fremtidsrettet, og jo tidligere man utvikler slik teknologi, jo større blir konkurransefortrinnet. Det er stor etterspørsel etter gode ferskvannsressurser i oppdrettsnæringen, noe som gjør at denne resirkuleringsteknologien er av verdi for SalMar. Den andre ressursen som SalMar bruker i oppdrettet sitt, er alternative oppvarmingsressurser. På flere anlegg varmer de opp produksjonsvannet med avløpsvann fra nærliggende industri. Dette i stor grad bærekraftig og vil være en kostnadseffektiv oppvarmingsmetode, noe som er svært ettertraktet i markedet.

Sjelden:

Resirkuleringsteknologien er i stor grad sjelden i den form av at dette er SalMar sin egenutviklede teknologi som konkurrentene ikke har tilgang på. Alternative oppvarmingsmuligheter er ikke en sjelden vare, men anvendelsen av slik teknologi er ikke spesielt utbredt. Her må det store investeringer til for å kunne benytte seg av disse tilgjengelige ressursene.

Ikke imiterbar:

Som tidligere nevnt er resirkuleringsteknologien egenutviklet av SalMar, og gjør det derfor enda vanskeligere å kopiere for konkurrenter. Når det kommer til benyttelse av oppvarmingsmuligheter så er det snakk om en investering for de som ønsker å benytte seg av samme teknologi. I tillegg er det et krav om at varmen må komme fra nærliggende industri, noe som ikke er gitt for allerede fungerende oppdrettsanlegg.

Organisering:

Organiseringen rundt resirkuleringsteknologien er nokså god. SalMar har allerede benyttet seg av fordelene dette medfører, og fremtidige anlegg vil slippe og være avhengige av tilgjengelige ferskvannsressurser. For bruken av alternative oppvarmingsressurser, så er SalMar godt organisert ved at nye anlegg vil bli strategisk plassert i nærheten av industri med

varmeavfall. Dette er også en del av strategien til selskapet, hvor de sikrer seg areal for fremtidige anlegg slik at de kan sikre fremtidig vekst for produksjonen.

Bearbeiding og salg:

Det andre ressurscenteret hos SalMar er bearbeiding- og salgssegmentet. Dette segmentet er svært viktig for konsernet, og det jobbes kontinuerlig med utvikling og effektivisering av alle fasene i dette systemet. Nøkkelpriinsippene i utviklingen er arbeidsmiljø, fiskevelferd, intern logistikk, trygg mat og effektivitet (SalMar, 2021). SalMar kategoriserer hver eneste laks som kommer inn på slakteriene, og legger med dette til rette for å kunne spore den enkelte laksen gjennom hele anlegget. Dette er med på sikre kvaliteten på hver enkelt fisk, samtidig som man får mer nøyaktig mål på den totale produksjonen.

Verdifull:

Sporbarheten i bearbeidingen er svært verdifull for SalMar og deres interessenter. Det er av stor verdi for kunden at de vet hvor laksen kommer fra og at produktet er kvalitetssikret gjennom hele verdikjeden.

Sjelden:

Å kunne spore produktet gjennom hele slakting- og bearbeidingsanlegget er en sjelden ressurs. Dette krever innovative og godt utviklede anlegg som legger til rette for sporbarhet av laksen. Samtidig kreves det at alle faser av bearbeidingen gjøres av konsernet, og ikke settes ut til andre aktører, da dette svekker evnen til å spore produktet.

Ikke imiterbar:

Dette er en ressurs som er svært vanskelig å imitere. Det krever svært store anlegg og store investeringer for å kunne imitere den muligheten SalMar har til å spore produktene sine gjennom de forskjellige fasene.

Organisering:

Sporbarhet er en ressurs som krever at selskapet er organisert til å utnytte det. SalMar er meget godt organisert for å kunne utnytte denne ressursen ved at alle fasene fra oppdrett til bearbeiding er gjort innenfor konsernet.

Oppsummering VRIO

Av denne VRIO-analysen kan vi se at resirkuleringsteknologien av ferskvann vil være et varig konkurransefortrinn for SalMar i konkurranse med andre oppdrettsaktører. Utviklingen av denne ressursen er svært fremtidsrettet, og gir flere muligheter for SalMar ved fremtidig ekspansjon. Når det kommer til alternative energiresurser, så vil ikke dette være et varig konkurransefortrinn. Dette er en ressurs som er hverken sjelden eller vanskelig å imitere. Derimot vil dette være et midlertidig konkurransefortrinn da SalMar er tidlig ute med å benytte seg av disse mulighetene, og det er naturlig å tro at deres konkurrenter vil følge etter. Sporbarheten vil antakeligvis være SalMar sitt aller største konkurransefortrinn. At de innehar hele verdikjeden fra smolt- og yngelproduksjon og helt frem til bearbeiding og distribusjon, medfører at de kan spore hver enkelt fisk fra start til slutt. Dette krever store ressurser og investeringer, og det vil ta lang tid for en konkurrent å etablere den samme verdikjeden som SalMar har.

	Verdifull	Sjelden	Ikke imiterbar	Organisering
Resirkuleringsteknologi	X	X	X	X
Alternative energiresurser	X			X
Sporbarhet	X	X	X	X

Tabell 5-15: Oppsummering av VRIO-analyse

5.3.4. Oppsummering (SWOT)

De gjennomgåtte rammeverkene for den strategiske analysen legger grunnlaget for en oppsummerende og fremtidsrettet SWOT. Funnene fra den eksterne og interne analysen kan presenteres på følgende vis:

	NYTTE	ULEMPE
INTERNT	<i>Styrker</i>	<i>Svakheter</i>
	Resirkuleringsteknologi Alternative oppvarmingsressurser Sporbarhet (verdikjede) Vertikalt integrert	Varelager (kapitalbinding) Teknologi kan imiteres (på lang sikt) Fiskehelse og sykdommer (omdømme)
EKSTERNT	<i>Muligheter</i>	<i>Trusler</i>
	Befolkningsvekst Markedsmuligheter Landbasert oppdrett Lav trussel for nyetableringer Svak forhandlingskraft fra kundene Ingen forhandlingskraft fra leverandører	Grunnrenteskatt Internasjonale handelsrestriksjoner Renterisiko (rentehevinger) Klimaendringer Fiskehelse og sykdommer

Tabell 5-16: SWOT-analyse av SalMar ASA

Ut ifra den strategiske analysen, her oppsummert i en SWOT-analyse, peker på at framtidsutsiktene for oppdrettsbransjen og dermed SalMar ser lovende ut. PESTEL-analysen viste at koronapandemien blant annet hadde en stor påvirkning på lønnsomheten i bransjen, men at gjenåpninger og tilvekst av nye markeder skaper store muligheter for lønnsom drift. Med Porters rammeverk så vi også at selv om bransjen kan vise til høy lønnsomhet, og dermed tiltrekke seg nye aktører, så vil store etableringshindre gjøre det vanskelig for andre å slippe til i bransjen. VRIO-analysen illustrerer viktigheten av den kompetansen og de ressursene som SalMar innehar, noe som vil gi de et viktig konkurransefortrinn i tiden framover.

5.4. Fundamental verdsettelse

5.4.1 Avkastningskrav

I dette delkapittelet skal vi finne alle tallene vi trenger for å finne egenkapitalavkastningen (CAPM) og totalkapitalavkastningen (WACC), for så å bruke disse resultatene til å neddiskontere de prognoserte fremtidige kontantstrømmene. Dette er nærmere forklart i teoridelen.

Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er differansen mellom forventet avkastning for markedsporteføljen og risikofri rente. Altså meravkastningen en investor forventer i markedet forholdsvis mot å investere kapital i en tilnærmet risikofri eiendel. PWC gjennomfører årlig en undersøkelse i samarbeid med Finansanalytikerens Forening (NFF), der de finner markedets risikopremie. I henhold til denne undersøkelsen har markedets risikopremie vært stabil over flere år, og den ligger i Norge på 5%. Dette er risikopremien vi legger som grunnlag for våre videre estimeringer i oppgaven (PWC, 2020.)

Risikofri rente

Den risikofrie renten i Norge blir veldig ofte sammenliknet med renten på 10 års statsobligasjoner, da risikoen tilknyttet disse investeringsobjektene er tilnærmet risikofrie. Den risikofrie renten er med andre ord avkastningen man forventer på en helt sikker plassering av kapital. Implisitt i dette ligger det at alle investorer forventer høyere avkastning på alle investeringer som overgår risikoen som finnes ved investeringer i 10-årige statsobligasjoner. Etter Coronakrisen sin ankomst har Norges Bank satt i gang tiltak for å møte problemer i markedet. Et av virkemidlene Norges Bank har brukt er styringsrenten, denne har blitt satt til 0% og på grunn av dens sterke korrelasjon til den risikofrie renten har denne også vært relativt lav. Dette gjenspeiles i årsgjennomsnittet av 10-årige statsobligasjoner for 2020, som var på 0,82. I denne oppgaven ser vi på dette som en midlertidig og forbigående situasjon, vi vil derfor bruke gjennomsnittsrenten (2015-2019) til de årlige rentene på 10-års statsobligasjonene som risikofri rente fremover. Dette gir oss en risikofri rente på 1,582%, som vi for enkelhets skyld runder opp til 1,6% videre i oppgaven.

Beta

Beta gir oss en kvantitativ tilnærming til hvor mye en aksje svinger i forhold til markedet.

Man kan si markedet har en beta på 1, hvis aksjen har beta over 1 vil aksjen fluktuere mer enn markedet. Motsatt når betaen til aksjen er under 1, følgelig vil aksjen da fluktuere mindre enn markedet. Har aksjen en beta på 1 vil den svinge likt med markedet.

Ved utregning av beta har vi hentet historiske data fra både OSEBX – Oslo Børs markedsindex som vi bruker som representasjon for markedet, og SalMar ASA, i perioden 01.01.2016 – 31.12.2020 fra Thomson Reuters Eikon.

Kovarians SalMar ASA og OSEBX	0,00120655
Varians OSEBX	0,00174234
Beta SalMar ASA	0,69

Tabell 5-17: Beta SalMar ASA

Vi har som vist over valgt å bruke OSEBX til å representere markedet, det har sine ulemper da Oslo børs er relativt sterkt korrelert med oljeprisen. Denne faktoren og andre faktorer som påvirker Oslo børs tilfeldig gjør Beta til et usikkert mål. Etter Marshall E. Blume vil et selskaps beta ha en tendens å konvergere mot 1. Dette da de fleste selskaper vil vokse over tid, og med dette bli mer diversifisert. Selskapene vil dermed følge svingningene i markedet bedre. Vi velger på bakgrunn av dette å oppjustere vår Beta slik at vi også tar hensyn til fremtiden til selskapet. Dette gjøres ved Bloombergs formel:

$$\text{Justert Beta} = \text{Ujustert beta} * \frac{2}{3} + \frac{1}{3}$$

Dette vil øke vår beta til **0,79**, og dette blir verdien vi bruker videre i oppgaven.

Egenkapitalandel og gjeldsandel

Som forklart i teoridelen er WACC-formelen spesielt avhengig av andelen egenkapital og andel gjeld SalMar ASA har, dette da WACC er avkastningen til total kapital, og følgelig er avhengig av både egenkapital og gjeld. Egenkapitalandelen finner vi ved å dele egenkapitalen oppgitt i årsrapporten for 2020 på Enterprise Value. Vi finner først Enterprise Value, formelen er: $EV = \text{Market Capitalization} + \text{Total Debt}$.

Ifølge Oslo børs var markedsverdien på SalMar ASA 31.12.2020 57 057 879 496 NOK (Oslo Børs, u.å.). Vi får fra SalMars årsrapport 2020 at UB netto rentebærende gjeld er på 4 893 000 NOK (SalMar, 2020). Dette vil sammen danne SalMars Enterprise Value på 61 950 479 496 NOK.

Andelen av egenkapital vil dermed bli: $57\,057\,879\,496\text{NOK} / 61\,950\,479\,469\text{NOK} = \mathbf{92,1\%}$

Andelen av gjeld vil følgelig bli $(1-0,921) = \mathbf{7,9\%}$

Gjeldskostnad i %

For å beregne gjeldsrenten SalMar ASA har, finner vi den årlige netto rentekostnaden og deler denne på den rentebærende gjelden oppgitt i årsrapportene. Dette kan sees på som den effektive renten SalMar ASA har på sin gjeld. Vi ser rentekostnaden er uvanlig lav da koronakrisen har sendt styringsrenten til 0%. Som tidligere i oppgaven ser vi på denne krisen som forbigående, renten vil sannsynligvis øke rolig, hvor lang tid det tar før den er normal er dermed uvisst. På bakgrunn av dette vil vi bruke verdien vi får oppgitt ut fra de tallene SalMar ASA har rapportert.

År	2016	2017	2018	2019	2020
Rentebærende gjeld	2 637 768	1 399 631	1 767 304	3 762 714	6 049 757
Rentekostnad	101 314	95 852	105 137	157 725	139 600
Renter på gjelden	3,84 %	6,85 %	5,95 %	4,19 %	2,31 %
Gjennomsnittlig rente	4,63 %				

Tabell 5-18: Beregning av gjennomsnittlig rente (gjeldskostnad)

CAPM og WACC

Som forklart i teorikapitlet trenger vi avkastningskravet til egenkapitalen (R_e) for å videre kunne estimere avkastningen til totalkapitalen, nemlig WACC. Dette gjør vi ved å følge formlene vist og gjennomgått i teori-delen og plotter inn i en tabell for god oversikt.

For enkelhets skyld gjentas formlene for CAPM og WACC:

$$CAPM = R_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

$$WACC = R_e \frac{E}{E + D} + R_d(1 - s) \frac{D}{E + D}$$

Avkastningskrav – CAPM og WACC	
R_f – Risikofri rente – (10 års Statsobligasjon)	1,6%
Beta - β	7,9%
$(R_m - R_f)$ – Markedets risikopremie	5,00%
CAPM - R_e	4,1%
R_d – gjennomsnittlig gjeldskostnad	4,6%
R_e - CAPM	4,1%
E - Andel egenkapital	92,1%
D - Andel gjeld	7,9%
s - Selskapsskatt	22%
WACC	4,05%

Tabell 5-19: Beregning av avkastningskrav (WACC)

Fra våre beregninger i tabell 5-19 ser vi at estimatet på avkastningskravet til SalMars totalkapital ble på 4,05 %, denne verdien virker noe lav på bakgrunn av den høye avkastningen og veksten over lengre tid til laksebransjen. Dette kan ha påvirket beta-verdien og gjort denne kunstig lav, som igjen påvirker WACC. Vi vurderer det slik at den høye avkastningen og veksten ikke er relevant i all fremtid fremover og oppjusterer dermed WACC til 5 %, og bruker denne verdien videre i oppgaven.

5.4.2 Prognose av fremtidige kontantstrømmer

Driftsinntekter

For et oppdrettsselskap som SalMar ASA er det to faktorer som hovedsakelig påvirker driftsinntektene, disse to er slaktevolumet og lakseprisen.

Laksepris

Lakseprisen er en av de to største faktorene til driftsinntektene og er følgelig sterkt korrelert. Ved estimering av fremtidige laksepriser, bruker vi de historiske prisene som vi finner på Fish Pool. Ved hjelp av disse historiske dataene ser vi at prisene steg jevnt frem til 2016, der de ble jevnet mer ut. Gjennomsnittet for prisene i vår periode (2016-2020) ligger på rundt 60 NOK/kg. Vi har i denne oppgaven valgt å se på COVID-19 som en midlertidig og forbigående situasjon, og legger ikke spesielt vekt på den betydelige reduksjonen som skjedde i 2020 pga. COVID-19. Ved estimering av fremtidige laksepriser har vi valgt å beregne et gjennomsnitt av «Forward Prices» hentet fra Fish Pool (Fish Pool, 2020).

År	2021	2022	2023	2024	2025
"Forward Prices" laks	58,3	67,7	63,3	60,5	60,0
Estimert gjennomsnittspris	62,0				

Tabell 5-20: Estimert gjennomsnittspris per kg laks (NOK/kg)

Ut fra tabell 5-20 ser vi det er estimert et ekstremt prishopp fra 2021 til 2022, dette skyldes flere forhold. Det første forholdet som forventes vil påvirke prisen på en slik måte, er en reduksjon i tilbudet av laks. Det forventes en 10-15 % reduksjon av laks fra Chile, verdens nest største eksportør av laks, prisen vil da følgelig stige (Bøhren, 2021). Dette samtidig som man ser et lys i enden av tunnelen av koronakrisen. For 2025 er det ikke kommet noen estimater fra Fish Pool, men vi velger å følge trenden og vurderer det slik at den vil tilpasse seg gjennomsnittsprisen før den store økningen i 2021-2022. På dette grunnlag setter vi denne prisen til 60 NOK/kg. For å oppnå en relevant og presis estimering av driftsinntektene 2021-

2025 velger vi å bruke gjennomsnittsverdien av «forward» prisene oppgitt ved Fish Pool. Dette velger vi slik at enkeltsituasjoner og forhold ikke som ikke er varige, ikke vil påvirke estimatene på en uriktig måte. Vi vil videre kalkulere med en laksepris på 62 NOK/kg.

Slaktevolum

Slaktevolumet er den andre store faktoren som påvirker driftsinntektene. Vi ser fra tabellen at den gjennomsnittlige økningen i slaktevolum er på 8,82 %. Dette er en relativt høy vekstrate og er unaturlig høy grunnet den store veksten fra 2016 til 2017. Denne veksten ble muliggjort gjennom biologisk bedret situasjon hos SalMar, positiv effekter av SalMars målrettede satsning for å bekjempe lakselus og nye kunnskaper ho medarbeiderne.

År	2016	2017	2018	2019	2020
Volum	115 600	135 200	142 500	153 100	161 500
Vekst		16,96 %	5,40 %	7,44 %	5,49 %
Gjennomsnittlig vekst	8,82 %				

Tabell 5-21: Beregning av gjennomsnittlig vekst i slaktevolum

Vi vil i denne oppgaven, basert på de andre vekstratene sette den årlige estimerte vekstraten til 6 %, da dette er en prosentsats som ligger nært gjennomsnittet i veksten i de resterende årene. Denne verdien sammensettes også ved en forventet vekst i 2021 oppgitt i årsrapporten fra 2020 (SalMar, 2020).

Oppsummering: Driftsinntekter

Når vi nå har estimert de to absolutt største faktorene som gir driftsinntekter, vil vi videre multiplisere disse med hverandre og sammenlikne med virkelig verdi på driftsinntektene. Avviket som kommer fra virkelig verdi og de oppgitte verdiene (2016-2020) vil vi bruke sammen med våre estimerte verdier for å kunne estimere de virkelige driftsinntektene.

År	2016	2017	2018	2019	2020
Laksepris	63,13	60,88	60,76	59,15	55,48
Slaktevolum	115 600	135 200	142 500	153 100	161 500
Pris x Volum (1 000)	7 297 828	8 230 976	8 658 300	9 055 865	8 960 000
Driftsinntekt (1 000)	9 029 814	10 817 238	11 342 554	12 237 589	12 912 342
Avvik driftsinntekt	23,73 %	31,42 %	31,00 %	35,13 %	44,11 %
Gjennomsnittlig avvik	32,90 %				

Tabell 5-22: Beregning av gjennomsnittlig avvik mellom driftsinntekt og pris x volum

De 3 estimerte faktorene vi til nå har funnet, vil nå kunne gi oss en prognose av fremtidige driftsinntekter.

År	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Laksepris	55,9	62,0	62,0	62,0	62,0	62,0
Slaktevolum	161 500	171 190	181 461	192 349	203 900	216 134
Pris x Volum	8 960 000	10 613 780	11 250 582	11 925 638	12 641 800	13 400 308
Fremtidige driftsinntekter	12 912 342	14 105 714	14 952 023	15 849 173	16 800 952	17 809 009

Tabell 5-23: Estimering av fremtidige driftsinntekter

Varekostnad

Varekostnader og driftsinntekter beregnes generelt som en andel av hverandre da disse ofte er sterk korrelert med hverandre. Hvis de har en sterk korrelasjon vil det bety at svingningene følger hverandre og vi kan regne ut den ene ved hjelp av den andre. Korrelasjonskoeffisienten

som vi får ved utregning, er som sagt et mål på samvariasjon som har sitt område mellom -1 og 1. Desto nærmere -1 og 1, desto sterkere er samvariasjonen.

År	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekt	9 029 814	10 817 238	11 342 554	12 237 589	12 912 342
Varekostnad	4 000 818	4 722 474	4 585 491	5 770 027	5 870 577
Andel	44,31 %	43,66 %	40,43 %	47,15 %	45,46 %
Gjennomsnittlig andel	44,20 %				
Korrelasjon	0,94				

Tabell 5-24: Beregning av gjennomsnittlig andel varekostnad

Av tabell 5-24 ser vi det er en svært sterk korrelasjon mellom driftsinntekter og varekostnader. Vi kan derfor videre bruke den gjennomsnittlige andelen for våre videre prognoser, som vil si den gjennomsnittlige varekostnaden utgjør 44,20% av driftsinntektene.

Følgende prognoser finner vi for de fremtidige varekostnadene:

År	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Driftsinntekter	12 912 342	14 105 714	14 952 023	15 849 173	16 800 952	17 809 009
Varekostnader	5 707 407	6 234 726	6 608 794	7 005 334	7 426 020	7 871 582

Tabell 5-25: Estimerte fremtidige varekostnader

Lønnskostnad

Vi behandler lønnskostnadene på lik måte som varekostnadene, vi finner andel av driftsinntektene, sjekker at det er en sterk korrelasjon, for å videre bruke dette til å finne et estimat av forventede fremtidige lønnskostnader. Vi ser at det er en svært sterk korrelasjon på 0,94, og vi bruker derfor den gjennomsnittlige andelen på 9,47% videre.

År	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekt	9 029 814	10 817 238	11 342 554	12 237 589	12 912 342
Lønnskostnad	861 534	929 100	1 040 438	1 202 494	1 319 961
Andel	9,54 %	8,59 %	9,17 %	9,83 %	10,22 %
Gjennomsnittlig andel	9,47 %				
Korrelasjon	0,94				

Tabell 5-26: Beregning av gjennomsnittlig andel lønnskostnad

Dette gir følgende estimering av fremtidige lønnskostnader:

År	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Driftsinntekter	12 912 342	14 105 714	14 952 023	15 849 173	16 800 952	17 809 009
Lønnskostnader	1 319 961	1 335 811	1 415 956	1 500 917	1 591 050	1 686 513

Tabell 5-27: Estimering av fremtidige lønnskostnader

Andre driftskostnader

Vi bruker samme metode som ved vare- og lønnskostnad ved beregning av prognosene av de fremtidige «andre driftskostnadene». Andre driftskostnader inneholder poster slik som vedlikehold, forbruksmateriell, frakt- og leveringskostnader og øvrige driftsomkostninger. Vi ser fra tabellen at korrelasjonen er sterk, så vi benytter resultatene videre.

År	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekt	9 029 814	10 817 238	11 342 554	12 237 589	12 912 342
Andre driftskostnader	1 377 795	1 584 825	1 768 036	1 479 023	1 902 210
Andel	15,26 %	14,65 %	15,59 %	12,09 %	14,73 %
Gjennomsnittlig andel	14,46 %				
Korrelasjon	0,71				

Tabell 5-28: Beregning av gjennomsnittlig andel andre driftskostnader

De fremtidige andre driftskostnadene estimeres til:

År	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Driftsinntekter	12 912 342	14 105 714	14 952 023	15 849 173	16 800 952	17 809 009
Andre driftskostnader	1 902 210	2 039 686	2 162 063	2 291 790	2 429 417	2 575 183

Tabell 5-29: Estimering av fremtidige andre driftskostnader

Avskrivninger

Avskrivninger kommer frem som kostnader i resultatet, men må ikke forveksles med utgifter, da avskrivninger ikke har noen utbetalinger og påvirker derfor ikke resultatet. Avskrivninger kan på en enkel måte oppfattes som kostnader fordelt over x antall år. Avskrivninger er viktig å ta med da disse har skattemessige effekter som vises i kontantstrømmene. Bruker også her lik fremgangsmåte som for de øvrige kostnadspostene. Vi ser fra Tabellen det er en bratt økning i avskrivninger i 2019, og det kommer frem av årsrapportene at det på bakgrunn av en sterk finansiell posisjon ble gjort flere store utbedringer og investeringer som resulterer i økte avskrivninger.

År	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekt	9 029 814	10 817 238	11 342 554	12 237 589	12 912 342
Avskrivninger	358 020	414 868	487 778	716 807	780 972
Andel	3,96 %	3,84 %	4,30 %	5,86 %	6,05 %
Gjennomsnittlig andel	4,80 %				
Korrelasjon	0,92				

Tabell 5-30: Beregning av gjennomsnittlig andel avskrivninger

Disse tallene gir grunnlag for en fremtidig prognose av avskrivninger:

År	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Driftsinntekter	12 912 342	14 105 714	14 952 023	15 849 173	16 800 952	17 809 009
Avskrivninger	780 972	677 074	717 697	760 173	806 446	854 832

Tabell 5-31: Estimering av fremtidige avskrivninger

Arbeidskapital

Arbeidskapitalen til et selskap er differansen mellom omløpsmidlene til selskapet og dets kortsiktige gjeld oppgitt i balanseoppstillingen. SalMars omløpsmidler består i all hovedsak av fordringer og varelager, mens den kortsiktige gjelden i stor grad består av leverandørgjeld. Vi har valgt å fortsette vår estimering ved tilnærming og avviksberegning til driftsinntektene. Som vi kan se er arbeidskapital en veldig varierende faktor og gir derfor en noe usikker prognose av fremtiden.

År	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekt	9 029 814	10 817 238	11 342 554	12 237 589	12 912 342
Omløpsmidler	6 393 351	5 315 649	6 924 623	7 490 289	7 918 172
Kortsiktig gjeld	2 785 995	2 739 897	3 435 174	3 247 958	4 736 400
Arbeidskapital	3 607 356	2 575 752	3 489 449	4 242 339	3 181 772
Endring arbeidskapital	-1 372 712	-1 031 604	913 697	752 881	-1 060 558
Andel	39,95 %	23,81 %	30,76 %	34,67 %	24,64 %
Gjennomsnittlig andel	30,77 %				

Tabell 5-32: Beregning av gjennomsnittlig andel arbeidskapital

Den gjennomsnittlige andelen arbeidskapitalen har i forhold til driftsinntektene er 30,77%, som gir følgende prognose av den fremtidige arbeidskapitalen.

År	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Driftsinntekter	12 912 342	14 105 714	14 952 023	15 849 173	16 800 952	17 809 009
Arbeidskapital	3 181 772	4 340 328	4 600 737	4 876 791	5 169 653	5 479 832
Endring arbeidskapital	780 972	677 074	717 697	760 173	806 446	854 832

Investeringer

Investeringer er vanskelige å estimere godt, da investeringer avhenger av flere faktorer, slik som behov for nytt utstyr, mulighet til å anskaffe nytt utstyr og viljen til å investere. Implisitt i dette ligger det at prognosene ikke bare følger driftsinntektene sine fluktuasjoner, men også andre forhold. Da de andre forholdene er veldig vanskelige å kvantifisere, tar vi likevel og bruker driftskostnadene som utgangspunkt, og følger dens tendens. Vi finner investeringene ved å se på IB varige driftsmidler, trekker fra avskrivninger og ser på differansen til UB varige driftsmidler. Dette vil være årets investering.

År	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekt	9 029 814	10 817 238	11 342 554	12 237 589	12 912 342
Varige driftsmidler (IB)	2 403 772	3 137 522	3 604 700	3 591 490	4 939 621
Avskrivninger	358 020	414 686	487 778	716 807	780 972
Investeringer	1 091 770	881 864	487 778	2 064 938	2 244 146
Varige driftsmidler (UB)	3 137 522	3 604 700	3 591 490	4 939 621	6 402 795
Andel	12,09 %	8,15 %	4,30 %	16,87 %	17,38 %
Gjennomsnittlig andel	11,76 %				
Korrelasjon	0,63				

Tabell 5-33: Beregning av gjennomsnittlig andel investeringer

Vi ser fra tabell 5-33 at korrelasjonen er relativt sterk, og vi kan bruke den gjennomsnittlige andelen til videre prognoser av fremtidige investeringer. Dette kan vi gjøre da vi ser på de fremtidige kontantstrømmene at det er en vekstperiode som kommer, dermed er det relativt liten grunn til bekymring for videre behov av investeringer.

År	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Driftsinntekter	12 912 342	14 105 714	14 952 023	15 849 173	16 800 952	17 809 009
Investeringer	2 244 146	1 657 421	1 756 863	1 862 278	1 974 112	2 092 559

Tabell 5-34: Estimering av fremtidige investeringer

Skatt

Da SalMar ASA har størstedelen av sin virksomhet i Norge, vil vi beskatte selskapet etter norske skattesatser. Både i 2019, 2020 og dagens dato 23. Februar 2022 er skattesatsen 22%, og vi vil derfor bruke dette i oppgaven (Regjeringen, 2020.) Basert på de foregående beregningene og estimatene har vi utarbeidet en FCFF.

Fri kontantstrøm (FCFF)

Basert på beregningene gjort, vil vi nå være kapable til å beregne den frie kontantstrømmen for selskapet.

År	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Driftsinntekter	12 912 342	14 105 714	14 952 023	15 849 173	16 800 952	17 809 009
Varekostnader	5 707 255	6 234 726	6 608 794	7 005 334	7 426 020	7 871 582
Lønnskostnader	1 319 961	1 335 811	1 415 956	1 500 917	1 591 050	1 686 513
Andre driftskostnader	1 902 210	2 039 686	2 162 063	2 291 790	2 429 417	2 575 183
EBITDA	4 080 078	4 495 491	4 765 210	5 051 132	5 354 438	5 675 731
Avskrivninger	780 972	677 074	717 697	760 173	806 446	854 832
Operasjonelt driftsresultat (EBIT)	3 299 106	3 818 417	4 047 513	4 290 959	4 547 992	4 820 899
Skatt (22 %)	725 803	840 052	890 453	944 010	1 000 558	1 060 598
EBIT (1-s)	2 573 303	2 978 365	3 158 060	3 346 949	3 547 434	3 760 301
Avskrivninger	780 972	677 074	717 697	760 173	806 446	854 832
Investeringer	2 244 146	1 657 421	1 756 863	1 862 278	1 974 112	2 092 559
Endring arbeidskapital	-1 060 558	1 158 556	260 409	276 054	292 862	310 179
Fri kontantstrøm (FCFF)	2 170 669	839 462	1 858 485	1 968 790	2 086 906	2 212 395

Tabell 5-35: Estimering av fri kontantstrøm (FCFF) for SalMar ASA

5.4.3 Terminalverdien

Terminalverdien er det siste leddet i vår DCF-modell, og er den fremtidige verdien som er forventet utover de 5 årene prognostisert. Denne verdien regnes ut med hensyn til siste års prognostiserte kontantstrøm, en vekstfaktor og WACC som representasjon av forventet avkastningskrav videre. Dette leddet står for mesteparten av verdien ved utregningen av aksjeverdien med en DFC-modell, og er veldig sensitiv for endringer. Dette skal vi behandle i sensitivitetsanalysen senere. Vekstfaktoren er den vekstverdien vi forventer SalMar konstant skal vokse med i fremtiden. For å representere terminalverdien bruker vi Gordon's formel:

$$\text{Terminalverdien} = \frac{CF_{2025}}{r - g}$$

Da vi i verdsettelsesdelen av denne oppgaven har vurdert koronakrisen som forbigående, og det forventes at laksebransjen har gode utsikter. Samt at terminalverdien skal baseres på et uendelig langt tidsrom, så forventer vi en vekst som følger inflasjonsmålet. Inflasjonsmålet i Norge er ifølge Norges bank satt til 2% årlig, og det er denne verdien vi vil bruke (Norges Bank, 2020).

$$\text{Terminalverdien} = \frac{2\,212\,395\,000}{5\% - 2\%} = 73\,746\,500$$

5.4.4 Konklusjon - Fundamental verdsettelse

Vi skal nå neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene og terminalverdien slik at Enterprise Value (selskapsverdien) blir estimert. Vi neddiskonterer med et avkastningskrav lik WACC. For å så finne markedsverdien må vi trekke fra netto rentebærende gjeld. Denne markedsverdien skal så deles på antall utestående aksjer slik at vi finner pris per aksje, og sammenlikner med «dagens» aksjeverdi.

År	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Fri kontantstrøm	839 462	1 858 485	1 968 790	2 086 906	2 212 395
Terminalverdi					73 746 500
Nåverdi (Enterprise Value)	65 418 587				
Netto rentebærende gjeld	4 893 000 000				
Markedsverdi	60 525 587 700				
Antall aksjer	113 229 299				
Verdi per aksje	534,20				

Tabell 5-36: DCF: Beregning av verdi per aksje fra SalMar ASA

Vi ser DFC-modellen gir oss et kursmål på 534,20 NOK per aksje. Etter SalMar ASA sin aksjekurs 31.12.2020 som var på 503,60 NOK, observerer vi at SalMar ASA sin aksje var underpriset med ca. 5,70%.

5.5. Sensitivitetsanalyse

For å få et dypere innblikk i noen av de faktorene som påvirker verdien per aksje hos SalMar ASA gjennomgår vi nå en sensitivitetsanalyse. Denne vil hjelpe forklare hvordan en liten endring i bestemte faktorer vil påvirke aksjeprisen til SalMar ASA. Vi har valgt å plukke ut to faktorer vi mener har stor innvirkning på hvordan verdsettelsen av aksjeprisen forholder seg. Den første faktoren er vekstraten (g), denne har spesielt store ringvirkninger ved en liten endring da denne påvirker terminalleddet. Terminalleddet er som tidligere nevnt det leddet som i størst grad påvirker aksjeprisen, og gjør med dette vekstrategifaktoren relevant for deltakelse i en sensitivitetsanalyse. Den andre faktoren vi har valgt å analysere er avkastningskravet, dette er følgelig også relevant for aksjeverdien da denne faktoren påvirker nåverdien både i kontantstrømmene og terminalleddet.

Følgende utslag vil finne sted ved endring i faktorene vekstrate og avkastningskrav.

$\frac{g}{WACC}$	1,00 %	1,50 %	2,00 %	2,50 %	3,00 %
4,05 %	551,5	654,5	807,8	1 059,9	1 552,1
4,50 %	473,3	547,0	652,5	809,2	1 070,6
5,00 %	407,0	461,6	534,2	636,6	789,7
5,50 %	355,4	396,9	450,3	521,5	621,2
6,00 %	314,2	346,6	387,2	439,4	508,9

Tabell 5-37: Sensitivitetsanalyse

Vi kan se ut fra denne tabellen at vårt opprinnelige avkastningskrav på 4,05% hadde påvirket aksjekursen til SalMar ASA på en slik måte at den hadde blitt urealistisk. Prisen på aksjen hadde med dette målet vist en underprising på rett under 40%, vi mener dette ikke har ville skapt et relevant bilde av mulighetene i oppdrettsbransjen. Videre opplever man en sterk vekst på kursmålet ved små endringer i vekstraten, og vi mener fortsatt inflasjonsmålet danner en god vekstfaktor å estimere med, slik at et relevant kursmål oppnås. Dette kan bli understreket ved vårt estimat som endte under 6% fra dagens kursmål. På bakgrunn av den høye elastisiteten til g , vil dette implisitt vise at oppdrettsbransjen sannsynligvis også har konkludert med en relativt lik vekstfaktor, samt avkastningskrav.

6. Oppsummering og konklusjon

6.1 Oppsummering

For å oppsummere, så har vi i denne oppgaven beskrevet SalMar ASA og oppdrettsnæringen. Deretter har vi presentert teorien som vi har anvendt i oppgaven, herunder ulike nøkkeltall i regnskapsanalysen, forskjellige verktøy for den strategiske analysen, samt DCF-modellen til bruk i den fundamentale verdsettelsen. I metodekapittelet gikk vi gjennom oppbygningen av oppgaven og bakgrunnen for de valgene vi har tatt, samt en kritisk gjennomgang av måten oppgaven har blitt løst på.

I regnskapsanalysen gjennomførte vi nøkkeltallsberegninger for finansierungsgrad 1, likviditetsgrad 1 og 2, gjeldsgrad, egenkapitalandel, rentedekningsgrad, total kapitalens rentabilitet, resultatgrad, kapitalens omløpshastighet, samt egenkapitalens rentabilitet. Til slutt sammenlignet vi lønnsomhetstallene med konkurrentene i bransjen. I den strategiske analysen gjennomførte vi en PESTEL-analyse, Porters bransjeanalyse, VRIO-analyse, før vi til slutt oppsummerte funnene i en SWOT-analyse.

Den fundamentale verdsettelsen besto av en beregning av avkastningskrav, estimering av fremtidige kontantstrømmer, utregning av et terminalledd, og til slutt en neddiskontering av disse verdiene ut fra avkastningskravet vi kom fram til. Vi gjennomførte i tillegg en sensitivitetsanalyse for å vise hvordan enkelte faktorer kan påvirke aksjeprisen.

6.2 Konklusjon

Vi har altså undersøkt lønnsomhetsutviklingen i SalMar ASA i tidsperioden 2016 til 2020, samt gjennomført en fundamental verdsettelse av selskapet. Vi har forsøkt å beskrive utviklingen ut fra en regnskapsanalyse og benchmarking, samt å forklare utviklingen med en strategisk analyse, i tillegg til å verdsette selskapet med utgangspunkt i en DCF-modell. Disse undersøkelsene har bidratt til å besvare problemstillingen «Hvordan har lønnsomheten til SalMar ASA utviklet seg i perioden 2016-2020, og hva er aksjeverdien per 31.12.2020?»

Av regnskapsanalysen har vi sett at SalMar har hatt en negativ utvikling, ut ifra nøkkeltallene brukt i analysen, men kan fortsatt anses som god. Totalkapitalens rentabilitet (ROI), resultatgraden (ROS) og kapitalens omløpshastighet (KO) har vært relativt stabile fram til pandemiåret 2020, hvor samtlige av lønnsomhetstallene hadde en betydelig nedgang. Benchmarkingen viste likevel at konkurrentene hadde den samme utviklingen, samtidig som SalMar viste seg å ha en mindre negativ utvikling sammenlignet med de andre aktørene.

Den strategiske analysen forklarte noen av årsakene til utviklingen i lønnsomhet, selv om koronapandemien får størst skyld i nedgangen i 2020. Analysen pekte også på hvilke muligheter og trusler som finnes for SalMar og oppdrettsbransjen. Med de varige konkurransefortrinnene og en sannsynlig vekst i markedet, ser lønnsomhetsutsiktene for selskapet gode ut. Store utfordringer knyttet til internasjonal uro, miljø og bærekraft vil muligens påvirke lønnsomheten i bransjen og selskapet, men mulighetene anses å ha større betydning for utviklingen framover.

Formålet med verdsettelsen var å undersøke om dagens verdi (per 31.12.2020) per aksje er overpriset, underpriset eller korrekt priset, og ut fra dette komme med en anbefaling på hold, kjøp eller salg. I den fundamentale verdsettelsen av SalMar ASA kom vi fram til en markedsverdi på 60 525 MNOK, som tilsvarer en verdi per aksje på 534,20 NOK. Vi kom dermed fram til at SalMar ASA sin aksjekurs per 31.12.2020 på 503,60 NOK var underpriset. Ut fra dette kan vi konkludere med en kjøpsanbefaling på SalMar ASA.

6.3 Kritikk av oppgaven

For å gi en dypere og bedre forklaring på utviklingen som selskapet har hatt, kunne vi med fordel ha benyttet metodetriangulering. Dette kunne gitt større innsikt i selskapets drift, samt bedre tilgang på data for å besvare oppgavens problemstilling på en enda bedre måte. Med for eksempel et intervju av en representant fra selskapet, kunne vi fått svar på blant annet hvorfor SalMar har lyktes bedre enn konkurrentene i håndteringen av koronapandemien, samt om selskapet står overfor andre muligheter eller trusler enn de vi har kommet fram til i vår analyse. Dette hadde styrket validiteten og reliabiliteten i resultatene vi har kommet fram til.

Den fundamentale verdsettelsen og DCF-analysens fremgangsmåte kan være grunnlag for usikkerhet i resultatene våre. Da DCF-analysen baserer seg på fremtidige kontantstrømmer, er en rimelig feilkilde det faktum at fremtiden ikke alltid kan baseres på historiske data. Dette var spesielt viktig ved koronakrisens utbrudd, samt viktig med tanke på den sterke veksten i oppdrettsbransjen. Terminalverdien blir et svært usikkert mål da denne verdien er dominerende i størrelse, og følsom for endringer i både vekstfaktoren og WACC. Sensitivitetsanalysen underbygger denne usikkerheten, og viser at små variasjoner i våre estimater vil medføre store svingninger i aksjeverdien.

7. Referanseliste

Aandahl, P.T. (2021) *Slik påvirket pandemien det globale laksemarkedet*. Tilgjengelig fra: <https://seafood.no/aktuelt/Fisketanker/slik-pavirket-pandemien-det-globale-laksemarkedet/> (Hentet: 10. mars 2022).

Berge, A. (2021) *Disse oppdretterne gjorde det skarpest i 2020*. Tilgjengelig fra: <https://ilaks.no/disse-oppdretterne-gjorde-det-skarpest-i-2020/> (Hentet: 10. mars 2022).

Bjørnstad, S. (2020) *Laksen avsluttet 2019 med prisrekord*. Tilgjengelig fra: <https://www.aftenposten.no/okonomi/i/8m1Lrr/laksen-avsluttet-2019-med-prisrekord> (Hentet: 10. mars 2022).

Bøhren, L. (2021) *Venter tidenes høyeste laksepriser: - Det ser meget, meget lyst ut*, *e24.no*. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/hav-og-sjoemat/i/8Q7VX2/venter-tidenes-hoeyeste-laksepriser-det-ser-meget-meget-lyst-ut> (Hentet: 27. april 2022)

Datar, S. M. og Rajan, M. V. (2021) *Cost Accounting – a managerial emphasis*. 17. utg. London: Pearson Education

Fish Pool (u.å.) *Price History – weekly, mothly and annual average*. Tilgjengelig fra: <https://fishpool.eu/price-information/spot-prices/history/> (Hentet: 10. mars 2022).

Fiskeridirektoratet. (2021) *Salg 1994-2020*. (Akvakulturstatistikk: matfiskproduksjon av laks, regnbueørret og ørret). Oslo: Fiskeridirektoratet. Tilgjengelig fra: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tall-og-analyse/Akvakulturstatistikk-tidsserier/Laks-regnbueoerret-og-oerret/Matfiskproduksjon> (Hentet: 3. februar 2022).

Fiskeridirektoratet (2022) *Tildelingsprosessen*. Tilgjengelig fra:

<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Tildelingsprosessen> (Hentet: 10. mars 2022).

FN (2021) *Befolkning, migrasjon og urbanisering*. Tilgjengelig fra:

<https://www.fn.no/tema/fattigdom/befolkning> (Hentet: 10. mars 2022).

Hovland, K.M. (2019) Utvalg foreslår omstridt ekstraskatt på laks, *E24*. Tilgjengelig fra:

<https://e24.no/boers-og-finans/i/xPdQon/utvalg-foreslaar-omstridt-ekstraskatt-paa-laks>

(Hentet: 10. mars 2022).

Kristoffersen, T. (2019) *Årsregnskapet*. 6. utg. Bergen: Fagbokforlaget

Norges bank (2020) *Pengepolitikk – inflasjon*. Tilgjengelig fra:

<https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Inflasjon/> (Hentet: 10. mars 2022).

Norges Bank (2022) *Valutakurser*. Tilgjengelig fra: [https://www.norges-](https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Valutakurser/?tab=currency&id=USD)

[bank.no/tema/Statistikk/Valutakurser/?tab=currency&id=USD](https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Valutakurser/?tab=currency&id=USD) (Hentet: 10. mars 2022).

NOU 2019: 18 (2019). *Skattlegging av havbruksvirksomhet*. Oslo: Departementenes sikkerhets- og serviceorganisasjon, Teknisk redaksjon.

Olsen, Ø. (2021) *Pengepolitisk rapport – med vurdering av finansiell stabilitet*. (4/2021).

Oslo: Norges Bank. Tilgjengelig fra:

https://www.norgesbank.no/contentassets/f3d034f860c24bc69e541aa39d2afde6/ppr_421.pdf?v=12/16/2021125440&ft=.pdf (Hentet: 10. mars 2022).

Oxford College of Marketing: *What is a PESTEL Analysis*. Tilgjengelig fra: <https://blog.oxfordcollegeofmarketing.com/2016/06/30/pestel-analysis/> (Hentet 2. februar 2022)

Porter, Michael: *How Competitive Forces Shape Strategy*, Harvard Business Review. Tilgjengelig fra: <https://hbr.org/1979/03/how-competitive-forces-shape-strategy> (Hentet 2. februar 2022)

PWC (2020). *Risikopremien i det norske marked*. Tilgjengelig fra: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html> (Hentet 17. februar 2022)

Regjeringen (2021) *Norges kyst og havområder*. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/tema/klima-og-miljo/naturmangfold/innsiktsartikler-naturmangfold/hag-og-kyst---behov-for-a-sikre-arts-mangfold/id2076396/> (Hentet: 31. mars 2022).

SalMar ASA (2021) *Historie*. Tilgjengelig fra: <https://www.salmar.no/historie/> (Hentet: 3. februar 2022).

SalMar ASA. (2021) *Innovamar – Fra drøm til virkelighet*. Tilgjengelig fra: <https://www.salmar.no/innovamar-fra-drom-til-virkelighet/> (Hentet 7. februar 2022)

SalMar ASA. (2021) *Våre virksomhetsområder*. Tilgjengelig fra: <https://www.salmar.no/vare-virksomhetsomrader/> (Hentet 7. februar 2022)

SalMar ASA. (2021a) *Årsrapport 2020*. (SalMar Årsrapport 2020). Frøya: SalMar. Tilgjengelig fra: <https://www.salmar.no/arsrapporter/> (Hentet: 3. februar 2022).

SalMar ASA. (2021b) *Kvartalsrapport Tredje kvartal 2021*. (SalMar Q3 21). Frøya: SalMar.
Tilgjengelig fra: <https://www.salmar.no/kvartalsrapporter/> (Hentet: 3. februar 2022).

Statistisk sentralbyrå (2020) *Oppdrettslaks til heile verda*. Tilgjengelig fra:
<https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/artikler-og-publikasjoner/oppdrettslaks-til-heile-verda> (Hentet: 10. mars 2022).

Statistisk sentralbyrå (2022) *Utenrikshandel med varer*. Tilgjengelig fra:
<https://www.ssb.no/utenriksokonomi/utenrikshandel/statistikk/utenrikshandel-med-varer>
(Hentet 16. februar 2022).

