

Thomas Amundsen
Igor Dziedzic
Håkon Hjelen
Gabriel Szüts Håndstad
Theodor Rudby

På innovasjonens bølge: En verdsettelsesanalyse av Salmon Evolution ASA

Riding the Wave of Innovation: A Valuation
Analysis of Salmon Evolution ASA

Bacheloroppgave i Økonomi og Administrasjon, Finansiell Styring
Veileder: Hans Marius Eikseth
April 2023

The logo for Salmon Evolution ASA. It features the word "SALMON" in a large, black, sans-serif font. Below it, the word "EVOLUTION" is written in a similar font. A stylized orange line starts from the bottom left of the letter 'E' in "EVOLUTION", goes up and to the right, crossing the letter 'S' in "SALMON", and then continues as a vertical line through the letter 'L' in "SALMON". A registered trademark symbol (®) is located at the end of the word "EVOLUTION".

SALMON
EVOLUTION®

Thomas Amundsen
Igor Dziedzic
Håkon Hjelen
Gabriel Szüts Håndstad
Theodor Rudby

På innovasjonens bølge: En verdsettelsesanalyse av Salmon Evolution ASA

Riding the Wave of Innovation: A Valuation Analysis of
Salmon Evolution ASA



Bacheloroppgave i Økonomi og Administrasjon, Finansiell Styring
Veileder: Hans Marius Eikseth
April 2023

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet
Fakultet for økonomi
NTNU Handelshøyskolen



Kunnskap for en bedre verden

Forord

Sjømatnæringen er blant Norges viktigste næringer. Vi har flere av verdens største produsenter innenfor sjømat, hvor norsk laks er selve symbolet på kvalitet og tradisjon over hele verden. Med verdens nest lengste kystlinje og kaldt klima, var Norge de første i verden til å starte oppdrett og markedsføring av Atlanterhavslaks. Takket være en kombinasjon av strenge norske regler for fôring og utmerkede forhold, er norsk laks verdens klare favoritt på smak, næringsstoffer og kvalitet.

Vi har valgt å skrive bacheloroppgaven vår om Salmon Evolution. Selskapet er notert på Oslo børs, og driver med en ny form for sjømatproduksjon– landoppdrett av laks. Vi anser Salmon Evolution som et svært spennende selskap, med store ambisjoner om landoppdrett på norsk og internasjonal sokkel. Landoppdrett krever lite tilgang på vann, og produsenter kan unngå en rekke problemer som oppstår i havoppdrett. Produksjonen kan samtidig plasseres hvor som helst, og vannet kan resirkuleres og kontrolleres. I løpet av få år har interessen for landbasert oppdrett eksplodert, hvor Salmon Evolution ønsker å være med.

Bacheloroppgaven er basert på kunnskap opparbeidet over tre år ved NTNU Handelshøyskolen i Trondheim. Prosessen har gitt oss en unik mulighet til anvendelse av tilegnet kompetanse innenfor økonomi, hvor finans har vært i hovedfokus. Oppgaven har gitt oss et innblikk i sjømatindustrien, Salmon Evolution, og hvordan man verdsetter et selskap. Vi er svært fornøyde med resultatet, og håper leseren vil finne oppgaven interessant.

Vi ønsker å takke veileder Hans Marius Eikseth for god oppfølging og rådgivning, som har gitt oss verdifull innsikt til hjelp for verdsettingen av selskapet.

Trondheim, 27.04.2023

Sammendrag

Hovedmålet med denne oppgaven er å verdsette Salmon Evolution ASA per 31.12.2022. Verdiene tar grunnlag i en fundamental verdsettelse, basert på en kontantstrømsanalyse hvorav en strategisk og regnskapsbasert analyse er hovedaspektene.

Salmon Evolution ble etablert i 2017, hvor de etablerte seg innen landbasert oppdrett. Dette er en relativt ny bransje der det eksisterer svært få aktører. Den tradisjonelle oppdrettsbransjen preges av store aktører, makroøkonomisk påvirkning og internasjonal handel.

Ved å foreta en strategisk analyse indikeres det at Salmon Evolution ikke er i den beste markedsposisjonen per 31.12.2022. Salmon Evolution er et selskap i vekst, noe som vedvarer en vesentlig svekket markedsposisjon, noe som blir vist i den interne analysen. Oppdrett av laks er et stort marked, hvor majoriteten opererer i sjøbasert oppdrett, hvorav landbasert oppdrett er en helt ny filial i oppdrettsnæringen. VRIO-analysen viser at Salmon Evolution kan ha en dårlig posisjon når det kommer til oppdrettsvolum og eksport av laks. Der hvor styrkene viser seg er gjennom HFS teknologi og bevaringen av et biologisk mangfold, dette gjennom en eliminering av oppdrettsbaserte miljøkomplikasjoner. I og med at SALME er et selskap i vekst, anser vi markedsposisjonen som svak, med en midlertidig konkurransemessig paritet.

Regnskapsanalysen viser at lønnsomheten er voksende, samtidig som prosenter er negative i oppstartsfasen. Likviditetsanalysen av regnskapet viser gode tall, hvor det gjenstår å se om selskapet klarer å stabilisere tallene.

På slutten sammenstiller vi en kontantstrøms modell, hvor vi tar for oss de strategiske og regnskapsmessige delene av verdsettelsen. Her er det betydelig å ta med at Salmon Evolution er et selskap i vekst, derav oppstår det vanskeligheter med å hente frem tall.

Den fundamentale verdsettelsen ga oss følgende verdi av egenkapital per aksje på **24,7 NOK**. Sensitivitetsanalysen ga indikasjoner på store innvirkninger av den fundamentale verdsettelsen. Som et tillegg har vi også gjennomført en markedsbasert verdsettelse, for å sette lys på markedets forventninger til selskapets verdi.

Abstract

The main objective of this assignment is to value Salmon Evolution ASA as of December 31st 2022. The value is based on a fundamental valuation, which is derived from a cash flow analysis, where strategic and accounting analyses are the main aspects.

Salmon Evolution was established in 2017 and entered the land-based farming industry, which is a relatively new industry with very few players. The salmon industry is characterized by large players, macroeconomic influences, and international trade.

Through a strategic analysis, it is indicated that Salmon Evolution is not in the best market position as of December 31st, 2022. Salmon Evolution is a growing company, which persists in a significantly weakened market position, as shown in the internal analysis. Salmon farming is a large market, with the majority operating in sea-based farming, whereas land-based farming is a completely new segment in the farming industry. The VRIO analysis shows that Salmon Evolution may have a weak position when it comes to farming volume and export of salmon. The strengths lie in the HFS technology and the preservation of biological diversity, achieved through the elimination of farming-related environmental complications. As SALME is a growing company, we consider the market position to be weak, with a temporary competitive parity.

The accounting analysis shows that profitability is growing, while percentages are negative in the start-up phase. The liquidity analysis of the accounting shows good figures, and it remains to be seen if the company can stabilize the figures.

In conclusion, we present a cash flow model, where we consider the strategic and accounting aspects of valuation. It is noteworthy that Salmon Evolution is a growing company, which makes it difficult to present precise figures.

The fundamental valuation gave us a value of equity per share of **NOK 24.7**. The sensitivity analysis indicated significant impacts of the fundamental valuation, where factors such as ground rent tax and increase of return requirements may contribute to changes.

Innholdsfortegnelse

Forord	1
Sammendrag	2
Abstract	3
Innholdsfortegnelse	4
Tabelloversikt	7
Figuroversikt	8
1. Innledning	9
1.1 Motivasjon for oppgaven	9
1.2 Problemstilling	9
1.3 Avgrensning	10
1.4 Oppbygning	10
2. Selskaps- og bransjebeskrivelse	11
2.1 Om Salmon Evolution	11
2.1.1 Introduksjon av selskapet	11
2.1.2 Drift og eierskap	11
2.2 Om bransjen	12
2.2.1 Introduksjon	12
2.2.2 Historie og utvikling	12
3. Strategisk analyse	15
3.1 Eksternanalyse	15
3.1.1 PESTEL	15
3.1.2 Porters 5-forces analyse	19
3.2 Internanalyse	24
3.2.1 VRIO	24
3.3 Oppsummering av strategisk posisjon	30
3.3.1 SWOT	30
4. Regnskapsanalyse	31
4.1 Lønnsomhetsanalyse	31
4.1.1 Rentabilitetsanalyse	31
4.1.3 Egenkapitalrentabilitet	33
4.1.4 Driftsmargin	33
4.1.5 Lønnsomhetsoppsummering	34

4.2 Likviditetsanalyse.....	34
4.3 Finansiering og soliditet.....	36
4.3.1 Finansieringsgrad 1	36
4.3.4 Rentedeckningsgrad.....	38
4.3.5 Oppsummering av finansiering og soliditet	39
5. Avkastningskrav	40
5.1 Kapitalverdimodellen.....	40
5.1.2 Markedets risikopremie.....	41
5.1.3 Aksjens beta	42
Blumes Betajusteringsmodell	43
5.2 WACC	44
5.2.1 Andel egenkapital og gjeld	44
5.2.2 Gjeldskostnad	44
5.2.3 Beregning av avkastningskrav til total kapital.....	45
6. Kontantstrømanalyse.....	46
6.1 Inntekter.....	46
6.1.1 Historiske inntekter	46
6.1.2 Inntektsprognose	47
6.2 Kostnader	49
6.2.1 Historiske kostnader	49
6.2.6 Kostnadsprognose	51
6.3 Estimert fri kontantstrøm og terminalverdi.....	55
7. Fundamental verdsettelse.....	57
7.1 Verdsettelse etter DCF metoden	57
7.2 Sensitivitetsanalyse.....	57
7.2.1 Sensitivitet for økning i avkastningskrav.....	58
7.2.2 Sensitivitet for kontantstrømmer under forventet nivå	58
7.2.3 Sensitivitet for etablering av grunnrenteskatt.....	59
7.2.4 Konklusjon sensitivitetsanalyse	59
8. Komparativ verdsettelse.....	61
8.1 P/B - Price / Book	61
8.2 P/S - Price / Sales	62
8.3 EV / kg – Enterprise Value / Slaktevolum	63

8.4 Oppsummering av multipler	64
9. Konklusjon.....	65
10. Oppgavekritikk	67
11. Referanser.....	68

Tabelloversikt

Tabell 1: Effektiviteten av næringsbevaring og karbonavtrykk for ulike proteinkilder.	21
Tabell 2: VRIO-Analyse,	25
Tabell 3: Ressurs og konkurransekraft til Salmon Evolution vurdert gjennom VRIO.	28
Tabell 4: Anvendelse av SWOT-modellen	30
Tabell 5: Totalkapitalrentabilitet Salmon Evolution, sammenlignbare selskaper 2019-2022.	32
Tabell 6: Egenkapitalrentabilitet Salmon Evolution, sammenlignbare selskaper 2019-2022.	33
Tabell 7: Driftsmargin for Salmon Evolution og sammenliknbare selskaper 2019-2022	34
Tabell 8: Likviditetsgrad 1 for Salmon Evolution og sammenlignbare selskaper 2019-2022	35
Tabell 9: Likviditetsgrad 2 for Salmon Evolution og sammenlignbare selskaper 2019-2022	36
Tabell 10: Finansieringsgrad 1 Salmon Evolution, sammenlignbare selskaper 2019-2022.	37
Tabell 11: Egenkapitalandel Salmon Evolution, sammenlignbare selskaper 2019-2022.	38
Tabell 12: Rentedekningsgrad Salmon Evolution, sammenlignbare selskaper 2019-2022.	39
Tabell 13: Beta for selskaper knyttet opp mot OSEBX, DAX-30 og MSCI.	42
Tabell 14: Salmon Evolutions driftsinntekter og den prosentvise veksten 2020-2022	47
Tabell 15: Prognose for utviklingen av lakseprisen i perioden 2022-2028	48
Tabell 16: Inntektsprognose for Salmon Evolution i perioden 2023-2028.	48
Tabell 17: Historisk utvikling i varekostnader for Salmon Evolution.	49
Tabell 18: Historisk utvikling i lønnskostnader for Salmon Evolution	50
Tabell 19: Historisk utvikling i andre driftskostnader for Salmon Evolution	50
Tabell 20: Historisk utvikling i avskrivninger og anleggsmidler for Salmon Evolution.	50
Tabell 21 : Historisk utvikling i finanskostnader for Salmon Evolution.	50
Tabell 22 : Varekostnader basert på en presentsats av selskapets salgsinntekter.	51
Tabell 23 : Fremtidig lønnskostnad Salmon Evolution, en andel av selskapets salgsinntekt.	52
Tabell 24 : Fremtidig avskrivninger basert på utvikling i anleggsmidler.	53
Tabell 25 : Prognose av fremtidig gjeldsutvikling for Salmon Evolution	54
Tabell 26: Salmon Evolutions utvikling av andre driftskostnader.	54
Tabell 27: Prognostisert kontantstrømoppstilling for Salmon Evolution	55
Tabell 28: Estimerte fremtidige driftsinntekter for Salmon Evolution	56
Tabell 29: Fremstilling effekten av endringer WACC for aksjekursen til Salmon Evolution.	58
Tabell 30: Sensitivitetsanalyse av negative avvik i fri kontantstrøm for aksjekurs.	58
Tabell 31: Beregning av fremtidig grunnrenteskatt (Finansdepartementet, 2022)	59
Tabell 32: P/B for Salmon Evolution og deres konkurrenter	61

Tabell 33: P/S for Salmon Evolution og deres konkurrenter	62
Tabell 34: EV/Kg for Salmon Evolution og deres konkurrenter	63
Tabell 35: Utregning av aksjekurs basert på EV/Kg	64
Tabell 36: Oppsummering aksjekurs per multippel.....	64

Figuroversikt

Figur 1: Historisk avkastning sep. 2020 – jan. 2023 for SALME, OSBX, SALM, MOWI....	11
Figur 2: Verdiskapingen norsk oppdrettsfisk fra 1976 til 2020. Produksjon i 1000 tonn.	13
Figur 3: Antall laks rømt fra norske oppdrettsanlegg. Tall i 1000 fra 1994 til 2021	13
Figur 4: Historisk utvikling av eksportert laks i NOK.....	16
Figur 5: Historisk utvikling i kvantum av eksportert laks i tonn.	16
Figur 6: 16 ukers gjennomsnitt av eksportvolum norsk laks i perioden 2000 til 2022.....	17
Figur 7: Prisutvikling på proteinkilder i årene 2012 til og med 2021.....	21

1. Innledning

I dette kapitlet vil vi presentere motivasjon for oppgaven og problemstilling. Vi vil gjøre leseren kjent med hvilke datagrunnlag og analyser som er lagt til grunn i verdsettelsen av Salmon Evolution, og til slutt gjøre rede for oppbygning og avgrensning.

1.1 Motivasjon for oppgaven

Norsk sjønæring har en lang og rik historie. Fra 1800 tallet vokste Norge seg til en av verdens største sjøfartsnasjoner, hvor med kystlinjen mot Atlanterhavet skapte et godt fundament for fiskeoppdrett. I dag er sjømatnæringen en av Norges viktigste eksportnæringer, hvor norsk laks i særdeleshet er kjent for sin høye kvalitet blant forbrukere verden over.

Laks er en matkilde rik på sunne fettsyrer, vitaminer og mineraler. Ved økt klimabevissthet verden over, har laks et lavt karbonavtrykk i forhold til andre arter. Dermed kan spesielt norsk laks kvalifiseres som en fremtidsrettet næringskilde, både i hensyn til klima og næring.

Landbasert oppdrett har de siste årene skapt stor interesse, hvor flere store selskaper innenfor sjømatnæringen vurderer denne nye produksjonsretningen. Etter læring om Norges anerkjente internasjonale posisjon innenfor sjømatnæringen, fant vi stor interesse i den nye revolusjonerende formen for lakseoppdrett. Fra et miljøperspektiv har lakseoppdrett verden over vært kritisert for påvirkning på villfiskbestander, forurensning og sykdomsutbrudd.

Landbasert oppdrett kan bidra til begrenset påvirkning på økosystemer, hvor uetisk fiskepraksis allerede har svært negative påvirkninger på akvatiske økosystemer verden over. En kombinasjon av Norges ledende posisjon innenfor sjømatnæring, klimabevissthet og en mulig svært profitabel og ny bransje, har ledet oss til å velge om å evaluere Salmon Evolution ASA.

1.2 Problemstilling

Vi har valgt følgende problemstilling til bacheloroppgaven:

Hva er markedsverdien av Salmon Evolution og tilsvarende aksjeverdi per 01.01.23?

I oppgaven vil vi estimere en verdi av selskapet, og følgelig vurdere om Salmon Evolution er et gunstig investeringsobjekt. Gjennom oppgaven vil vi grundig analysere selskapet, markedet og konkurrerende selskap. En svært viktig faktor i verdsettelsen er faktumet at tall

er vanskelige å analyse og sammenlikne. Av selskap innenfor lakseoppdrett på land er få børsnoterte, og det finnes få veletablerte selskap som kun driver med nevnte bransje. Det finnes derimot tradisjonelle aktører innenfor oppdrettsnæringen som planlegger diversifisering inn til landbasert oppdrett, som vil være markedet vi sammenlikner med (Bøhren, 2021). Verdsettelsen vil være preget av antakelser, gitt selskapets oppstartsfase. Eksempelvis vil prosenter endre seg med flere hundre om ikke tusen prosent over et regnskapsår, og vi kan dermed ikke trekke sikre konklusjoner om fremtidig prosentvis vekst. Samlet sett vil historisk data kun være en indikator på fremtidig prognose, men vi må selv tolke og predikere fremtidige tall basert på egne kalkulasjoner og prognoser.

1.3 Avgrensning

Vi har brukt regnskapstall fra 2017 til 31.12.2022, som betyr at all prediksjon og analyser stammer i hovedsak fra denne tidsperioden. Selskapet er i oppstartsfasen, hvor muligheten for analyse av tall er svært begrenset før 2020.

1.4 Oppbygning

Bacheloroppgaven presenterer først selskapet og bransjen, etterfulgt av strategisk analyse. Deretter følger en regnskaps og likviditetsanalyse for fastsettelse av nøkkeltall, for å få en innsikt i selskapets økonomiske og finansielle situasjon. Videre vil vi estimere investorens avkastningskrav, og utføre en kontantstrømanalyse fundamental verdsettelse. I de nevnte kapitlene vil vår predikering og analyse føre til en estimert verdi av selskapet til vår beste evne. Oppgaven vil også inneholde en sensitivitetsanalyse, derav er det viktig å vise til antagelser og begrensninger valget av et selskap i vekst har medbragt. Med mangel av historiske tall og statistikk vil det ansees som vesentlig at det tas antagelser og presenteres alternative fremtidige predikasjoner. Følgelig vil vi foreta en komparativ verdsettelse i forhold til markedet for oppdrettslaks i form av multipler, og til slutt følger en konklusjon av oppgaven.

2. Selskaps- og bransjebeskrivelse

2.1 Om Salmon Evolution

2.1.1 Introduksjon av selskapet

Salmon Evolution er et selskap notert på Oslo børs med tickeren “SALME”, og driver landbasert lakseoppdrett. SALME eier i dag to anlegg. Det eldre anlegget i Dale brukes eksklusivt til smoltproduksjon. Selve oppdrettsanlegget befinner seg på Indre Harøy og er selskapets nåværende storsatsning, med planer om internasjonal ekspansjon i kommende år.

Selskapet ble etablert i 2017 med et mål om å oppnå drift av lakseoppdrett med minimal biologisk risiko og utslipp av avfallsstoffer i naturen. De har gjennomgått flere vellykkede emisjoner og leverte sin første leveranse av laks til markedet 8. november 2022 (Nygård, 2022). SALME opererer i et voksende segment og fokuserer på videre utvikling av sin teknologi og kompetanse i markedet fremover.



Figur 1: Historisk avkastning sep. 2020 – jan. 2023 for SALME, OSBX, SALM, MOWI

(Yahoo Finance, 2023)

2.1.2 Drift og eierskap

Salmon Evolutions daglige drift er kontrollert fra deres hovedkontor i Elnesvågen, ledet av CEO Trond Håkon Schaug-Pettersen og et management team bestående av fire styremedlemmer (Salmon Evolution, 2023). Disse er sammen ansvarlig for oppfølging av ansatte, målstyring, planlegging og innkjøp med mer. I tillegg til å ha ansvar for bedriftens medarbeidere og daglig drift, har også teamet på hovedkontoret et overordnet ansvar om å tilfredsstillende investorer og sørge for et godt omdømme for selskapet.

Aksjefordelingen til Salmon Evolution beskriver at det ikke er noen spesiell eier som utpeker seg med en vesentlig større andel enn andre. Man kan imidlertid legge merke til at de største

20 eierne innehar 57,7% av aksjene pr 31/10/2022 som i praksis gjør at makten i generalforsamlingen ligger relativt likt fordelt blant disse (Salmon Evolution, 2023d). En av de mest interessante av de største eierne er den Sørkoreanske sjømatprodusenten Dongwon Industries CO.Ltd, ettersom Salmon Evolution også samarbeider med dem på et operativt plan (Salmon Evolution, 2021a).

2.2 Om bransjen

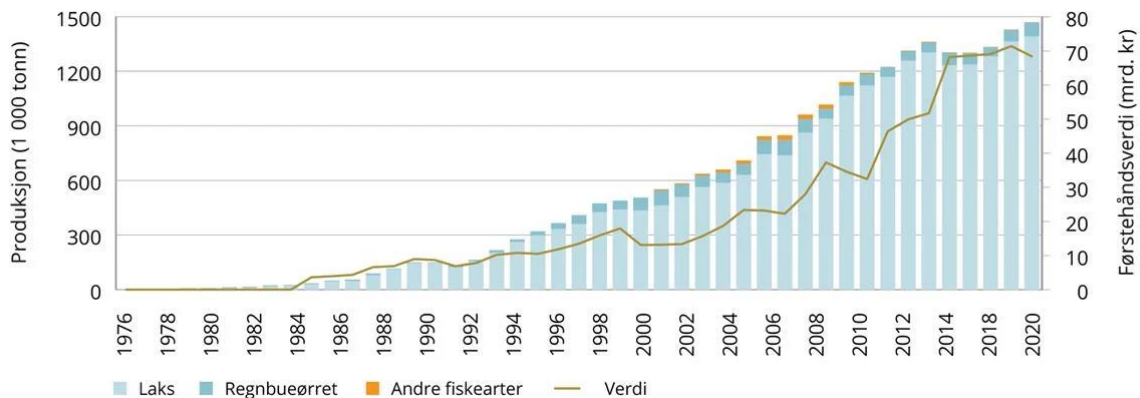
2.2.1 Introduksjon

Norge er ledende handelsfører innen lakseoppdrett og salg av kvalitetslaks til store deler av verden (Regjeringen, 2021). Det eksisterer hovedsakelig en metode å drive oppdrett av laks på. I store sjøsatte oppdrettsanlegg avles laks frem gjennom tre prosesser.

Stamfiskproduksjon, klekking og oppdrett av yngel og matfiskproduksjon, regnes som de tre standard oppdrettsfasene. Dette har vært standardmetoden for oppdrett siden 1970 i Norge (Misund, 2023). Oppdrett på havbaserte anlegg kommer ikke uten konsekvenser, og et av de vanskeligste problemene å løse er miljøbaserte komplikasjoner. Lakselus og forstyrrelser av økosystemer er blant disse problemene. Salmon Evolution er hoved driveren innen landbasert oppdrett av laks, hvor målet er tryggere og mer miljøsparende oppdrett av laks. Spredning av lakselus, kontaminering av økosystemer og miljøskadelig former av mat vil ikke lengre ansees som et anstendig problem, derav all form av oppdrett vil foregå i landbaserte tanker.

2.2.2 Historie og utvikling

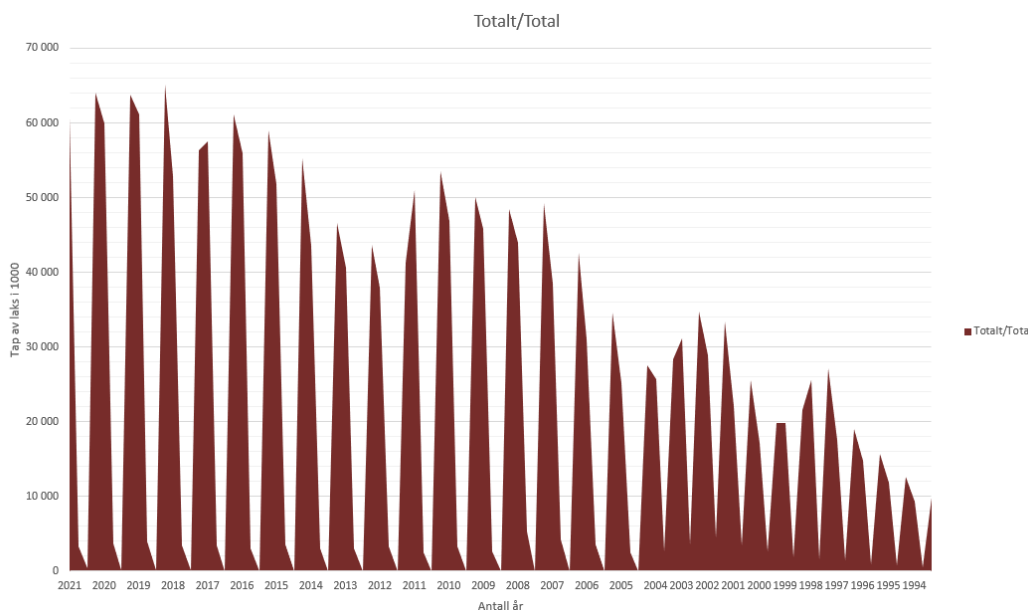
Salmon Evolution SALME er et relativt nyetablert selskap, med oppstart i 2017 (Salmon Evolution, 2023b). Dette medfører at det ikke eksisterer mye historie eller historisk data for selskapet. Under følger en tabell med oversikt over produksjonsnivået av norsk oppdrettsfisk de siste årene, samt hvilke marked som er dominerende gjennom årrekkene.



Figur 2: Verdiskapingen norsk oppdrettsfisk fra 1976 til 2020. Produksjon i 1000 tonn.

(Regjeringen, 2023)

Miljø og utslipp er en stadig viktigere innsiktsfaktor i verdensmarkedet, hvor et av målene til Salmon Evolution er å minimere miljøpåvirkningene. Kontroll av lakselus og eliminering av rømningslaks er to hovedaspekter Salmon Evolution.



Figur 3: Antall laks rømt fra norske oppdrettsanlegg. Tall i 1000 fra 1994 til 2021

(SSB, 2023)

Oversikten viser antall laks som rømmer fra oppdrettsanlegg per år. Oppdrett gjennom landbaserte anlegg eliminerer denne risikoen totalt, hvor SALME eliminerer mange av de store utfordringene rundt sjøbaserte oppdrettsanlegg.

2.2.3 Dagens marked og fremtidsutvikling

Norsk havbruk har hatt en eventyrlig utvikling siden oppstarten i 1970 årene, og står i dag for over 50% av globalt oppdrett (NHO, 2022). Norske lakseoppdrettere driver oppdrett av atlantisk laks fra nord i Finnmark til Rogaland i sør.

Lakseoppdrett er en stor og velorganisert industri med mange aktører, fra små familiebedrifter til store internasjonale selskaper. Noen av de største selskapene er Mowi, Lerøy Seafood, SalMar og Grieg Seafood (Knudsen C. , 2022). Nevnte selskaper har store oppdrettsanlegg, egne slakterier, videreforedlingsanlegg, og tusenvis av sysselsatte. De siste årene har flere aktører prøvd å utfordre de veletablerte aktørene ved å starte oppdrett på land. Blant disse finner vi Salmon Evolution, Andfjord Salmon og Atlantic Sapphire.

Laksenæringen har stor betydning for norsk næringsliv, hvor eksport av laks og ørret er en av de viktigste inntektskildene. Ifølge Sjømatrådet utgjorde eksporten av norsk laks og ørret en samlet verdi på over 150 milliarder kroner i 2022 (Aandahl, 2023).

Norsk laks har på generell basis god kvalitet og er ettertraktet i mange markeder over hele verden. Oppdrettsnæringen har høy standard for bærekraftig produksjon, og det settes strenge krav til miljø, dyrevelferd og fôrproduksjon. Dette gjør at laksen anses som en ansvarlig og bærekraftig industri som blir verdsatt av forbrukere verden over.

Norsk Industri har satt seg ulike hovedmål for utviklingen i laksenæringen. Målene er som følger:

- Innen 2030 skal oppdrett av laks skje med en teknologi som eliminerer problemene med lakselus, hindrer rømning og tar vare på verdien av partikulært materiale.
- I 2030 skal oppdrettsnæringen eksportere laks for mer enn 200 milliarder kroner og være en av Norges viktigste eksportnæringer.
- Leverandørene til havbruksnæringen skal gjennom satsing på forskning og innovasjon være en vesentlig bidragsyter til utvikling av norsk havbruk. I tillegg skal eksporten av produkter og tjenester femdobles innen 2050.

3. Strategisk analyse

Strategisk analyse står sentralt i verdsettelsen av et selskap, da den viser selskapets nåværende forhold samt et innsyn til framtidige muligheter og fallgruver. Analysen viser også til elementer som tallene og regnskapet ikke tar hensyn til. Dette gjelder både eksterne og interne forhold. Formålet med strategisk analyse er å sette en pekepinn på markedsposisjonen til Salmon Evolution, både i nåtid og fremtid.

3.1 Eksternanalyse

Makro- og bransjeanalyser benyttes for å kartlegge en industris dynamikk og faktorer som byr på ulemper eller fortrinn (Experian, 2023). Eksternanalysen har også til hensikt å fange opp mulige trusler, samt legge til rette for bedre avgjørelsesprosesser gjennom informasjonsflyt til avgjørelsestakeren.

3.1.1 PESTEL

PESTEL-modellen brukes til å analysere ulike eksterne faktorer som kan påvirke en bedrift og dens bransje (Innovasjon, 2021). Modellen inneholder politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, miljømessige og juridiske faktorer. Ved å analysere punktene kan vi få en bedre forståelse av Salmon Evolution og bransjen selskapet opererer i. Gjennom en dypere forståelse omkring forholdene, står man i en bedre posisjon til å utvikle mer effektive strategier og predikere framtidig utvikling.

Politiske

Salmon Evolution opererer i Norge, der politiske faktorer kan påvirke virksomheten deres.

Norge har et stabilt politisk miljø og en regjering som er opptatt av å støtte vekst og innovasjon i næringslivet. Imidlertid kan endringer i reguleringer og lover for oppdrettsindustrien påvirke selskapets drift.

Oppdrettsindustrien i Norge er strengt regulert, og Salmon Evolution må overholde en rekke lover og forskrifter som påvirker virksomheten deres. Deriblant finnes det forskrifter som skal kontrollere utslipp fra oppdrettsanlegg, bekjempe laksesykdommer som lakselus, og tekniske krav til akvakulturanlegg. Endringer i regelverket kan ha en påvirkning på selskapet, spesielt regler som gjelder miljø og dyrevelferd. Dette kan påføre store kostnader dersom en endring fører til at eksisterende anlegg ikke lengre er tilfredsstillende for de gjeldene lovene. Per dags dato befinner selskapets virksomhet seg innenfor norske grenser som gjør det noe

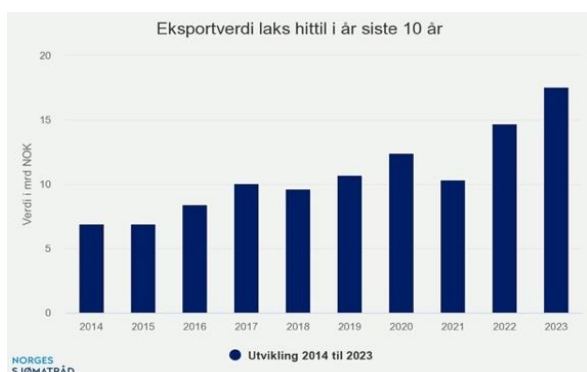
enklere å holde styr på hvilke regelverk de må forholde seg til. Senere planlagt internasjonal ekspansjon til Sør-Korea og Nord-Amerika vil påføre ytterligere regelverk som vil måtte overholdes.

Videre bør det nevnes at den norske regjeringen utarbeider en grunnrenteskatt på oppdrett, som vil kunne ha sterk negativ effekt på resultat og kontantstrømmene til oppdrettsselskapene. Skatten er imidlertid ikke vedtatt, og vil trolig komme med bunnfradrag som skjermer de minste aktørene dersom den skulle tre i kraft.

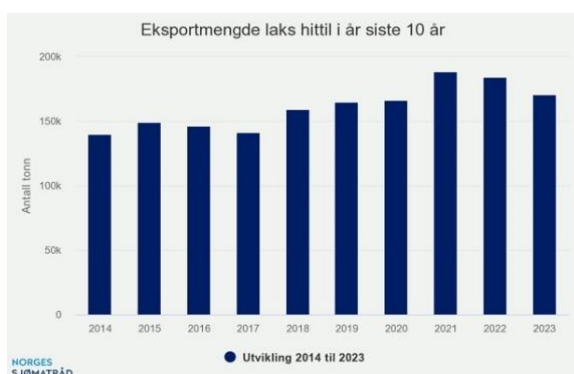
Nåværende geopolitiske forhold har også en påvirkning på industrien. Krigen i Ukraina har redusert eksporten til deltakende parter. Stengte luftrom bidrar også til å vanskeliggjøre eksporten til østlige land som Japan og Sør-Korea (Knudsen, 2023b).

Økonomiske

Salmon Evolution er avhengig av økonomisk stabilitet for å sikre bærekraftig produksjon av laks og lønnsomheten i selskapet. Markedet for laks har vært relativt stabilt de siste årene, med gradvis vekst i verdi av eksportert laks.



Figur 4: Historisk utvikling av eksportert laks i NOK



Figur 5: Historisk utvikling i kvantum av eksportert laks i tonn.

(Norges Sjømatråd, 2021)



Figur 6: 16 ukers gjennomsnitt av eksportvolum norsk laks i perioden 2000 til 2022.

Tabellen ovenfor viser at veksten i eksportverdien har vært betydelig høyere enn eksportvolumet i løpet av de siste ti årene. Årsaken til dette er en kombinasjon av økte laksepriser, samt en svekkelse i den norske kronen.

Landbasert lakseoppdrett er en relativt ny bransje og krever tunge investeringer, både for utbygging av infrastruktur, samt videreutvikling av ny teknologi.

Landbaserte anlegg krever betydelig strømforbruk, ettersom anleggene må kunne opprettholde gunstige miljøforhold for laksen. Strømpriser er derfor særlig relevante kostnader ved landbasert oppdrett, da disse normalt er lavere innen konvensjonelt oppdrett og kan være et veksthinder i bransjen dersom prisene er ustabile. Det siste året har vi sett store svingninger i strømpriser som følge av bl.a. krigen i Ukraina. Salmon Evolutions nåværende anlegg i Indre Harøy har likevel ikke blitt like betydelig påvirket av de økte strømprisene grunnet dens plassering i motsetning til for eksempel Fredrikstad Seafood AS sitt anlegg på Østlandet (Statnett, 2022).

Landbasert lakseoppdrettsfirmaer i Norge produserer en luksusvare som eksporteres til internasjonale markeder. Makroøkonomiske forhold som endringer i etterspørsel eller importrestriksjoner kan ha en betydelig innvirkning på prisene og dermed på inntektene til næringen.

Sosiale

Lakseoppdrett og fiskeindustri har i lengre tid vært en viktig del av den norske økonomien. Det norske folk og samfunn har en sterk forankring til laks og sjømat, og en ny utvikling innad i bransjen vil oppleve støtte. Salmon Evolution har fokus på bærekraft og dyrevelferd, noe det moderne samfunnet er veldig opptatt av. Likevel vil noen mennesker ha fordommer

mot oppdrettslaks, og vil derfor foretrekke villaks ettersom den oppleves mer naturlig og etisk riktig.

Som nevnt er norsk laks ansett som en luksusvare internasjonalt. Den økende befolkningsveksten kombinert med økende levestandard fører til økt etterspørsel etter norsk sjømat. Det første halvåret i 2022 hadde en 31% økning i eksport av sjømat fra samme periode foregående år. Prisene har også økt, da spesielt på laksen (NTB, 2022).

Teknologiske

Salmon Evolution benytter HFS-teknologi i sine anlegg. HFS-systemet tar inn ferskt sjøvann fra dypet og renser det, deler blir også resirkulert (Artec Aqua, 2023). Dette gjør at tankene unngår inntak av vann forurenset med parasitter som lakselus, noe har vært et stort problem i oppdrettsbransjen i mange år og bidratt til vesentlige økonomiske tap (Knudsen, 2023a).

Selskapet benytter avansert sensorteknologi for å analysere forholdene i tankene, i tillegg til Big Data og maskinlæring for å forutsi og optimalisere oppdrettsprosessen.

En avtale med det innovative selskapet Cargill angående leveranser av nytt moderne fiskefôr som bidrar til bedret vekst og helse hos laksen, er en annen faktor som gir Salmon Evolution et fortrinn ovenfor deres konkurrenter (Salmon Evolution, 2023c).

I en ny bransje, hvor Salmon Evolution inntil videre ser ut til å ha mestret det teknologiske aspektet noe bedre enn sine konkurrenter, ser man at videreutvikling av de teknologiske komponenter kan være en faktor til betydelig kostnadsreduksjon over tid. På den andre siden er FOU arbeid i seg selv kostnadsdrivende, og bør i alle tilfeller balanseres – selv om en må utvikle selv i større grad i en ny bransje med færre aktører hvor ny teknologi ikke kommer av seg selv. Man kan med andre ord anta med rimelighet at det vil komme enkelte fremskritt av konkurrenter som Salmon Evolution kan adoptere, men at mesteparten av utviklingen må drives av eget initiativ hvis ikke flere aktører etablerer seg.

Miljømessige

Som nevnt er landbasert oppdrett en helt ny bransje, og det er dermed ikke bevist hvilke miljømessige konsekvenser den skaper. De fleste aktørene, inkludert Salmon Evolution, mener forflytning av virksomhet fra sjø til land vil ha bedre utfall for miljøet. Noen av utfordringene de likevel må forholde seg til er bl.a. håndtering av avfall, kjemikaliebruk og spredning av sykdommer. I tillegg krever anleggene store mengder energi, spesielt om

sommeren, da vannet må holdes kjølig nok til fisken. Norsk strøm er imidlertid hovedsakelig anskaffet fra fornybare kilder og har derfor ikke like stor påvirkning på miljøet.

Landbasert lakseoppdrett er skalerbart i form av at det bygges tanker, eller individuelle celler som laksen vokser i (Salmon Evolution, 2023a). Konsekvensen av en slik utforming gjør at hver enkelt tank er som egen biologiske sone, som med andre ord begrenser omfanget av eventuell sykdomsutvikling blant laksen betydelig.

Juridiske

Lakseoppdrett er i Norge er underlagt et strengt regelverk, og landbasert oppdrett er i den grad likestilt med tradisjonelle operasjoner (Laksefakta, 2021). Miljølovgivning stiller krav til vannforbruk, avløp og utslipp. Utbygning av nye anlegg krever konsesjon fra myndigheter, noe Salmon Evolution fikk for anlegget sitt på Indre Harøy fra fylkeskommunen. Det er en lengre prosess og det stilles krav til selskapet som bl.a. miljøpåvirkning og bærekraft. Videre finnes det lovgivning angående velferden til fisken. Salmon Evolution har som et hovedpunkt i budskapet sitt å skape de beste forholdene for laksen ved sine anlegg.

Oppsummering

I korte trekk kan de eksterne faktorer avdekket i PESTEL-modellen kokes ned til noen konkrete, sentrale faktorer som bør hensyntas i Salmon Evolutions strategiske posisjonering og analyse. Usikkerheter tilknyttet nye reguleringer i bransjen forekommer, ettersom landbasert oppdrett ikke er utbredt i særlig stor grad. Dette utgjør etter vår vurdering den største makroøkonomiske utfordringen, ettersom endringer på denne fronten betraktes som en kostnadsdriver. Grunnrenteskatten nevnt under politiske faktorer er også en konkret endring en er nødt til å forholde seg til som norsk aktør. Per dags dato trenger ikke Salmon Evolution å forholde seg til grunnrenteskatten fordi de ligger under bunnlinjen. Det vil derimot måtte hensyntas i strategiutviklingen da produksjonen er forventet å øke i nær fremtid.

3.1.2 Porters 5-forces analyse

Porters 5-forces brukes hovedsakelig for å kartlegge en virksomhets attraktivitet og konkurransesituasjon i markedet, dette gjennom mikroforhold. Porters baseres på å ta et grunnlag i fem eksterne krefter som påvirker virksomheten. Hvordan en posisjonerer seg strategisk i forhold til disse grunnlagene kan bidra til å danne et konkurransefortrinn. De fem eksterne kreftene som brukes er: fare for nyetableringer, kjøperens forhandlingsstyrke, trussel

for substitusjon, leverandørens forhandlingsstyrke, og maktposisjon og rivalisering blant dagens konkurrenter (The Investopedia Team, 2022).

Ved bruk av Porters 5-forces vil vi kunne etablere hvilke muligheter og videre utvikling av konkurransefortrinn Salmon Evolution står overfor. Porters vil skape en bransjeforståelse og bidra til en videre tolkning av Salmon Evolution sin posisjon i markedet, dette ved å identifisere trusler og muligheter som foreligger i markedet.

Potensielle etablerere:

Salmon Evolution opererer i oppdrettsnæringen, som er preget av høye barrierer for nye aktører. Nye aktører er nødt til å investere betydelige mengder kapital i alt fra teknologi, fasiliteter og kompetanse for å kunne konkurrere med de allerede etablerte selskapene i næringen. I tillegg har det oppstått flere reguleringer som gjør det vanskeligere for nye selskaper å etablere seg. Blant disse er internasjonale miljøreguleringer.

Bransjen er spesielt utsatt for etablerere som allerede produserer laks konvensjonelt ettersom de allerede har fungerende distribusjonsledd, samt en generell kompetanse på lakseoppdrett selv om den ikke er direkte overførbar mellom hav- og landbasert oppdrett.

I løpet av de siste årene har det blitt forsket mye på landbasert lakseoppdrett. Dersom dette kan vise seg å være en mer effektiv måte å produsere laks på, kan dette være med på å endre hele bransjen. Den 20.02.2023 annonserte det landbaserte oppdrettsselskapet at målet er å komme under 30kr i produksjonskostnader per kilo (DN, 2023). I dag ligger kostnaden for produksjon i havet på rundt 41,65kr kiloen (Mikkelsen, 2023).

Den potensielt lave enhetskostnaden sammenlignet med konvensjonelt oppdrett vil kunne friste tradisjonelle selskaper som SalMar, Lerøy og Mowi til å utvide sin til produksjon til landbaserte anlegg.

Potensialet for nye etableringer er moderat.

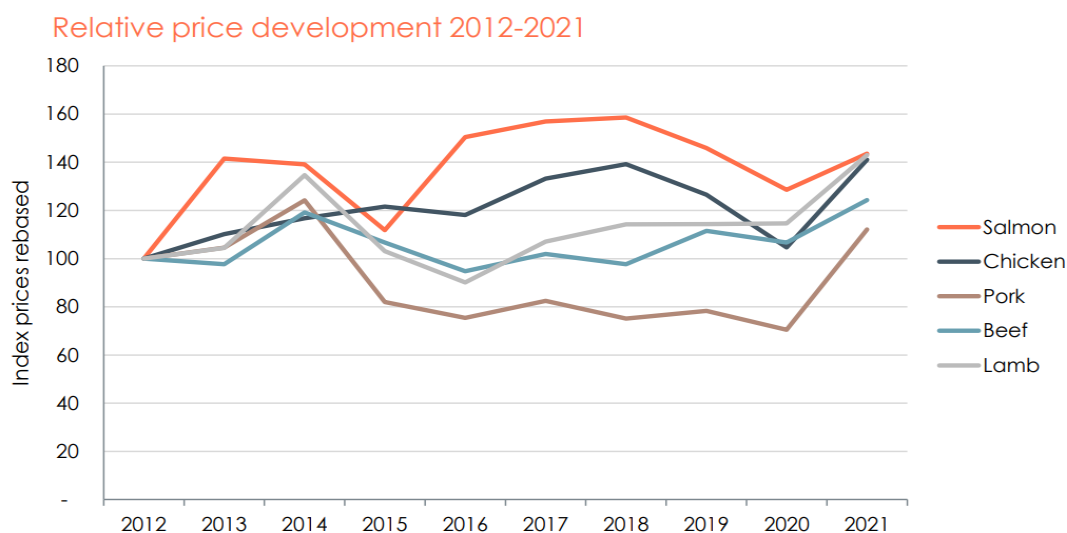
Substitusjon

En av de største truslene for oppdrettsbransjen er at laks lett kan substitueres ut med andre proteinkilder. I en tid med høy inflasjon vil forbrukere være mer oppmerksomme på å handle billig, og dersom lakseprisene øker kan dette også få konsekvenser for eksport av laks. Ifølge Statistisk Sentralbyrå har eksportprisene på laks økt jevnt siden år 2000, og særlig det siste året hvor kiloprisen økte 1,33 ganger fra kr 67 til 90 pr kilo (SSB, 2023).

I løpet av 2050 anslår FN at verdens befolkning vil være i underkant av 10 milliarder (FN, 2023). Dette fører til at verden vil stå ovenfor betydelige utfordringer når det gjelder forsyning av mat. Samtidig øker stadig helseutfordringene knyttet til overvekt. WHO anbefaler økt inntak av sjømat, for å styrke næringsinnholdet hos vært enkelte (WHO, 2020). En økende befolkning vil føre til større behov for miljøtilpasset og bærekraftig matvalg, her vil CO2 utslipp ved produksjon, pris på protein varen og næringsinnholdet ha en vesentlig påvirkningskraft. Grafen og tabellen under viser en oversikt over de forskjellige proteinkildene og prisutviklingen over tid.

	Laks	Kylling	Svin	Storfe
Proteinbevaring	28%	37%	21%	13%
Spiselig andel	73%	74%	73%	57%
Spiselig andel per 100kg fôr	56 kg	39 kg	19 kg	7 kg
Karbon avtrykk kg CO2 / kg spiselig andel	5,1 kg	8,4 kg	12,2 kg	39,0 kg

Tabell 1: Effektiviteten av næringsbevaring og karbonavtrykk for ulike proteinkilder



Figur 7: Prisutvikling på proteinkilder i årene 2012 til og med 2021

Det er tydelig at laks står overfor å bli substituert av andre proteinkilder, i og med at prisen på laks nesten til enhver tid er høyere enn de andre. Det er tydelig at laks står overfor en fare for å bli substituert av andre proteinkilder, i og med at prisen på laks nesten til enhver tid er høyere enn de andre. På den andre siden er laks mer miljøvennlig, og er en bedre næringskilde enn de andre proteinkildene.

Markedet for laks er relativt homogent. I butikkhyllene finnes det riktignok et bredt utvalg av produkter, men som oppdretter er man ikke nødvendigvis så opptatt av nettopp det, da laksen selges i hele distribusjonsleddet. Det er svært lite en kan gjøre for å skille seg nevneverdig ut som produsent, da laks produsert i en havmerd i de fleste tilfeller betraktes som en perfekt substitutt. Som leverandør av laks til verdensmarkedet er man med andre ord helt avhengig av å finne differensieringspunkter, for å forhindre et større press på utsalgsprisen og videre egen driftsmargin.

Sluttkunden opparbeider seg en mening om verdien til produktet basert på faktorer som markedsføring, merkevarestyrke, pris og opplevd ivarettatt bærekraft i produksjonsledd. Enhver leverandør må altså ta stilling til hvordan en ønsker å profilere sitt produkt og drive profitabel butikk. For én aktør kan det lønne seg å markedsføre seg som «Premium» og ta høyere margin, mens for en annen vil det heller lønne seg å heller konkurrere på volum og pris avhengig av respektiv bedriftsmodell og kompetanse.

Markedsføringen av laksen i seg selv bør altså stemme over ens med ønsket profilering for å minimere press på enten differensiering eller driftsmargin, med hensikt av å forhindre konkurrerende lakseoppdrettere i å ta markedsandeler.

Trussel for substitusjon er høy.

Forhandlingsmakt leverandører

Salmon Evolution har en rekke leverandører innenfor blant annet teknologi, utstyr og fôr.

Selskapet bruker HFS teknologi fra selskapet Artec Aqua, samt andre teknologiverktøy som skiller Salmon Evolution fra sine konkurrenter (Salmon Evolution, 2023e). Dette gir leverandørene av teknologi betydelig forhandlingsmakt over Salmon Evolution, ettersom selskapet er avhengig av leveranse fra sine leverandører for å kunne fortsette driften.

Oppdrett på land krever velfungerende tanker, vannrensningssystem, filtrering, nedkjøling av vann og konstruksjon. Dette er teknologi og produkter som Salmon Evolution ikke produserer selv. Dermed vil verken priser, levering og tidsbruk direkte kontrolleres av Salmon Evolution. Dersom Artec Aqua øker prisene på HFS systemene, vil dette påvirke driftskostnadene til Salmon Evolution.

Kontra sjøbasert oppdrett, krever landbasert flere midler og økt vedlikehold. Kostnader knyttet til bygging, drift og vedlikehold av anleggene er vesentlig dyrere enn ved sjøbasert oppdrett. Konstruksjon av selve anlegget gir forhandlingsmakt til både konstruksjonsbedriftene og staten, hvor begge krever overholdelse av lover og regler. Drift av

anleggene og opprettholdelse av tankene krever systemer som produseres av tredjeparter, og et stort forbruk av strøm for opprettholdelse av en levedyktig vanntemperatur for laksen.

Hovedsakelig er Salmon Evolution avhengig av forhandlere som kan levere ulike varer og tjenester. Dette bidrar til at leverandørene vil få en sterk forhandlingsmakt, som kan enten bidra til Salmon Evolution sin differensiering eller til andre konkurrenters fortrinn.

Leverandørens forhandlingskraft vurderes som høy.

Forhandlingsmakt kjøpere

Oppdrettsfisk kan i dag omsettes fritt gjennom spotprismarked, eller i henhold til avtaler mellom en produsent og grossist/distributør. Typisk vil en større oppdretter selge laksen i store kvantum til samarbeidspartnere. Prisene vil i vesentlig grad varierer ut fra hvor langt i foredlingsprosessen laksen er kommet fra leverandør, ettersom verdiskapingen skjer trinnvis. I mange tilfeller vil kjøpers forhandlingsmakten avhenge i stor grad av tilbudet av laks på markedet, tenkt utsalgspris for produktet og hvilken pris alternative distributører betaler for tilsvarende produkter.

I forhandlingsleddet med kjøper, kan kjøper nekte å betale en pris, samtidig som selger til enhver tid vet hva det koster å bruke andre leverandører. Alternativet dersom oppdretteren mener distribusjonsleddet krever for lav innkjøpspris, er å overta leddet selv med utfordringene det måtte by på.

Danmark og Polen står i dag for det meste av videreforedlingen av norsk fisk, og opererer på det åpne markedet, hvor den som betaler høyest pris til sin leverandør får avtalene (Fiskeribladet, 2019). Fisk er en betydningsfull del av kostholdet til store deler av Europa og verden, og størrelsen på dette markedet er med på å definere en markedspris som aktørene må forholde seg til.

Kundenes forhandlingskraft vurderes som lav.

Rivalisering og maktposisjon

Norge er ledende i verden innen lakseoppdrett, med store selskaper som Mowi og SalMar som aktører (Intrafish, 2022). I og med at det er så stor spredning på hvilken type oppdrett som drives og hvilke krav som stilles til de forskjellige, tar vi for oss posisjonen til Salmon Evolution både på mikro- og makronivå.

På basis av landbasert oppdrett har Salmon Evolution svært få konkurrenter. Landbasert oppdrett krever store investeringer, men også rom for feilmarginer og forsinkede tidsfrister. Konkurrenter som vil være aktuelle rivaler om maktposisjonen i markedet, er Atlantic

Sapphire, Andfjord og Nordic Aqua Solutions. Hvorav den eneste aktøren med vesentlig markedsandel er Atlantic Sapphire. Det skal nevnes at Atlantic Sapphire har hatt en veldig nedgang på børs og har ikke kunnet levere tallene som forventet. Og det er vesentlig å anta at Salmon Evolution sitter i en bedre markedsposisjon enn Atlantic per dags dato. Innenfor markedet for landbasert oppdrett har Salmon Evolution ingen vesentlig rivalisering. Rivaliseringen og konkurrenten øker derimot drastisk på det generelle laksemarkedet. Der Salmon Evolution ser seg nødt til å konkurrere med store aktører innen lakseoppdrett. Selskaper som SalMar og Mowi produserer vesentlig større kvantum av laks enn Salmon Evolution. Dette betyr at de har mye mer kontroll i markedet, og står for hovedandel av eksport og salg av laks både i Norge og utenlands. Landbasert oppdrett krever mer ressurser og det vil ta tid før Salmon Evolution kan produsere nok laks til å kunne konkurrere med de større aktørene. Inntil da er det viktig at de differensierer seg på en annerledes måte i markedet. Ved å aktualisere rundt miljøforbedringene og opprettholdelse av biologisk mangfold, kan grossister og detaljister velge Salmon Evolution fordi det ansees som bedre for miljøet.

Det er vesentlig å anta at posisjonen til Salmon Evolution vil bedres med årene, dette ved et krav om at de overholder mål. Landbasert oppdrett ansees som en mer bærekraftig og miljøvennlig måte å drive oppdrett, og med årene kan dette skape interesse blant investorer og i markedet generelt. Det skal ikke sees bort ifra at det vil skje en endring i maktposisjon om noen år, men per 2022 er situasjonen til Salmon Evolution som følger.

Salmon Evolution sin maktposisjon er lav, og rivalisering i markedet er høy.

3.2 Internanalyse

Det er viktig å definere potensielle konkurransefortrinn i en bransje, slik at det kan skapes et overblikk over hvilke ressurser som benyttes til verdiskapning. Et konkurransefortrinn overfor konkurrenter vil bidra til en økt verdiskapningen i det generelle markedet (Sander, 2023). I denne delen skal vi foreta en VRIO-analyse av Salmon Evolution for å definere verdiene av interne ressurser

3.2.1 VRIO

VRIO er en analyse som brukes for å verdsette de interne ressursene i et selskap. I analysen er det viktig å komme frem til hvilke ressurser som kan skape kortvarige og langvarige konkurransefortrinn, samt kartlegge konkurransegrunnlaget som er i paritet eller en direkte ulempe for Salmon Evolution. VRIO modellen deles inn i ulike verdigrunnlag, slik at det på

best mulig måte skal fremgå om SALME er konkurransedyktige. Denne modellen er som følger.

- **Valuable (Verdi)** Hvor verdifull er ressursen? Denne delen omhandler ulike muligheter selskapet har for å skape verdier, med de tilgjengelige ressursene.
- **Rarity (Sjeldenhet)** – Hvor sjelden er den gitte ressursen? Punktet omtaler sjeldenheten rundt en ressurs, en sjelden ressurs kan skape et konkurransefortrinn.
- **Imitability (Imiterbarhet)** – Hvor enkelt er det å gjenskape produktet? Dette viser til at desto vanskeligere det er å imitere produktet, jo høyere konkurransefortrinn vil skapes.
- **Organization (Organisering)** – Tilsier evnen til organisering rundt ressursen. Desto bedre organisert selskapet er omkring ressursen, jo høyere økonomisk fordel vil selskapet få.

(Jurevicius, 2022)

For å skape et overblikk over forskjellige konkurransefortrinn Salmon Evolution vil få ved å tilegne ressurser til de fire punktene, vil vi vise en tabell med oversikt over de forskjellige konkurransefortrinnene.

Verdifull	Sjeldenhet	Imiterbar	Organisering	Prognose
Nei	Ja	Ja	Ja	Konkurransemessig ulempe
Ja	Nei	Ja	Ja	Konkurransemessig Paritet
Ja	Ja	Nei	Ja	Midlertidig konkurranse
Ja	Ja	Ja	Nei	Ikke-beholdt konkurranse
Ja	Ja	Ja	Ja	Varig konkurranse

Tabell 2: VRIO-Analyse,

(Sander K, 2023)

For å kunne konkludere med om Salmon Evolution har et konkurransefortrinn i markedet, var det viktig å orientert velge de riktige ressursene å evaluere. Dette for at vi både skulle ta for oss konkurransedyktige ressurser, men også at disse ressursene er særskilte for Salmon Evolution. Ressursene vi har valgt å analysere med VRIO er teknologi, humankapital og lokalisering.

Teknologi

Oppdrettsanlegg på land krever nye og kompetansefylte løsninger for å gjøre produksjonsprosessen mer effektiv. Det effektivt både på kostnadsfronten, men også produksjonsbasis. Salmon Evolution okkuperer foreløpig et hovedanlegg på Indre Herøy og et smolt oppdrettsanlegg i Volda (Salmon Evolution, 2022c). Det krever nye former for teknologi når det kommer til landbasert oppdrett, for å sikre sunn oppdrett av laks, men også en miljøbalanse innad i tankene. Det kreves nye former for teknologi når det kommer til landbasert oppdrett, for å sikre sunn oppdrett av laks, men også en miljøbalanse innad i tankene. Her kommer teknologien som i alt skiller Salmon Evolution fra andre konkurrenter. HFS står for Hybrid Flow-Through System og er et system som simplifiserer og effektiviserer innhenting av ferskt sjøvann til tankene. Systemet vil hver fjerde time skifte ut vannet i tanken, hvorav 35% er renses ferskt sjøvann, og de resterende 65% er resirkulert fra tanken (Salmon Evolution Q4, 2022, s. 2). Tankene har sine egne rensesystemer slik at det biologiske mangfoldet i tankene holdes adskilt. HFS sørger også for rensing av brukt sjøvann før det slippes ut igjen, for å sikre økosystemer i havet. Dette er et viktig aspekt, siden store kritikker til sjøbasert oppdrett nettopp omhandler miljø og biologiske problemer (Naturvernforbundet, 2020). HFS systemene leveres fra Artec Aqua, et selskap basert i Ålesund (Salmon Evolution, 2022c). Selskapet spesialiserer seg innen teknologi for landbasert oppdrett.

Det er opplagt at Salmon Evolution sin teknologi er bare å finne på deres anlegg. Ny teknologi vil skape et konkurransefortrinn innen oppdrett, bærekraft og preservering av biologisk mangfold. En bedre teknologi som fokuserer på bærekraftig produksjon, men også en effektiv produksjon vil tiltrekke investorer og interesse fra markedet. Salmon Evolution har allerede avtaler med selskaper i Sør-Korea og Nord-Amerika, for oppsett av større oppdrettsanlegg (Salmon Evolution, 2022d).

Det er tydelig at en differensiert og bedre teknologi skaper et konkurransefortrinn for SALME. Dette gjør selskapet bedre rustet for fremtidige oppdrettsanlegg og kvaliteten på laksen kan forventes å bli bedre, i og med det designeres egne biologiske soner i hver tank. HFS systemet er både sjeldent og lite imiterbart, i og med at det leveres av en ekstern leverandør. Alt dette virker i Salmon Evolution sin favør.

Humankapital

Humankapital uttrykker den samlede kunnskapen og ferdighetene innad i en organisasjon.

Ledelsen til Salmon Evolution består av personer med ulike utdanninger og profesjoner innen

områder som aquaculture, biologi, finans og teknologi. Det er viktig å differensiere seg når man operer i en bransje kjennetegnet av høy konkurranse, og store aktører. Dette må gjøres gjennom en god ledelse som foretar konkrete og riktige valg. Organiseringen påvirker valg innen finansiering, kontrakter, kostnader og daglig drift. Med store aktører som Salmar og Mowi i markedet, vil det være essensielt å ha gode styremedlemmer som foretar de riktige investeringene og valgene på vegne av Salmon Evolution. Kompetent organisering er derfor særdeles viktig for å bidra til videre utvikling av Salmon Evolution.

Det er ingen tvil om at Salmon Evolution sitter med en sterk humankapital innad i ledelsen. COO Ingjarl Skarvøy sitter på over 30 års erfaring innen akvakultur og oppdrettsbransjen. Investeringsfronten har også sterke representanter, CEO Trond Håkon Schaug-Pettersen har lang erfaring innen bank-bransjen og har sittet som tidligere vise president av Hofseth International (Salmon Evolution, 2023d). Det at Salmon Evolution sitter på en sterk human kapital bidrar til bedre beslutninger når det gjelder fremtidig utvikling. På basis at landbasert oppdrett er relativt nytt, vil det være et solid konkurransefortrinn å ha en ledelse som skaper nye investeringer og utvikler selskapet i riktig retning. Det er dermed viktig å ikke glemme at en ansatt kan til enhver tid slutte, dette medfører at de ikke kan beregnes som en ikke-imiterbar ressurs.

Når det kommer til humankapital har vi konkludert med at den er både sjelden og verdifull, men kompetansen kan videreføres ved eventuelle oppsigelser. Det er dermed viktig å påpeke at det er vanskelig å definere humankapitalen som et midlertidig konkurransefortrinn eller en paritet. Humankapitalen er sjelden for Salmon, konkurrentene derimot er både innen landbasert og sjøbasert oppdrett. Dette betyr at fordelene vil ligge i kunnskapen omkring den landbaserte teknologien, her har vi konkludert med at de har en konkurransemessig paritet.

Lokalisering

Salmon Evolution ASA har hovedkontor i Elnesvågen. Hovedkontoret er lokalisert nærme begge anleggene, derav er det enkel tilgang mellom produksjon og den operative enheten. Ved å ta en strategisk posisjonering på Vestlandet, eksponerer Salmon Evolution seg for store muligheter for oppsett av anlegg, samt næringslivskontakt med oppdrettsmiljøet. Store selskaper som Salmar og Mowi har hovedkontorene sine på Vestlandet, forholdsvis i Bergen og på Frøya. Anleggene på Indre Herøy gir stor mulighet for enkel transport av oppdrettslaks til detaljister, grossister eller andre samarbeidspartnere. Posisjoneringen av smolt anlegget og hovedanlegget er også nøye gjennomtenkt, da det er en veldig kort distanse mellom anleggene, slik at overføringsprosessen kan skje så effektivt som mulig.

Det er veldig vanlig for oppdrettsanlegg å posisjonere seg på Vestlandet. Dette gir tilgang til store havområder med mye fiskepotensial. For Salmon Evolution gir det en mulighet for direkte tilgang til sjøvann og enkel utsending av oppdrettslaks. Plasseringen er strategisk gjennomtenkt, hvorav nærmeste flyplass er litt over en time unna, det er enkel tilgang til frakt med båt, og distansen mellom anleggene er relativt minimal.

Det er tilstrekkelig å konkludere med at posisjonen ikke er en sjelden ressurs, lokaliseringen vil være et fortrinn når det kommer til nærheten mellom anleggene, og sjeldenheten omkring det landbaserte anlegget.

Analyse

Etter vi har anvendt ressursene til Salmon Evolution har vi kunnet danne et grunnlag for hvordan VRIO-analysen av selskapet vil se ut.

Ressurs	Verdifull	Sjeldenhet	Imiterbar	Organisasjon	Utfall
Teknologi	Ja	Ja	Ja	Ja	Midlertidig konkurransefortrinn
Humankapital	Ja	Ja	Nei	Ja	Konkurransemessig paritet
Lokalisering	Ja	Ja	Ja	Nei	Konkurransemessig paritet

Tabell 3: Ressurs og konkurransekraft til Salmon Evolution vurdert gjennom VRIO.

(Sander K, 2023b)

Realisering

Det er viktig å sette kritikk til konkurransen Salmon Evolution har. Gjennom VRIO analysen kom vi frem til at Salmon Evolution på det beste har et midlertidig konkurransefortrinn på teknologi ressursene. Når det kommer til Humankapital og Lokalisering har de kun en paritet med andre selskaper, hvorav det verken eksisterer et konkurransefortrinn eller en ulempe. Det er dermed viktig å påpeke at opp imot våre valgte konkurrenter, som er SalMar og Mowi vil Salmon Evolution stå i en konkurransemessig ulempe. Spesielt SalMar og Mowi er selskaper med mye større tilgang på ressurser og humankapital. De er større organisasjoner som vil selge mer, produsere mer, frakte mer og ha mer erfaring enn SALME. Der hvor SalMar og Mowi kan drive alt av oppdrett i havet, noe som krever mindre organisering og utredning, må

SALME utvikle og opprettholde anleggene mer. Dette vil kreve mer innovasjon, kapital, vedlikehold og ressurser. Allerede her stiller ressursene til Salmon Evolution seg i en konkurransemessig ulempe. Ved en så vesentlig ulempe er det viktig at Salmon Evolution kan skape et konkurransefortrinn et annet sted, og dette gjør de nettopp gjennom miljøbevissthet og bærekraft. Et oppdrettsanlegg på land vil totalt fjerne risikoen for rømmningslaks og ved HFS teknologi vil drastisk redusere lakselus og andre sykdommer.

Realiseringen er at Salmon Evolution er i en helhetlig konkurransemessig ulempe, markedet har store aktører som driver sjøbasert oppdrett. Pariteten vil kun holde SALME på par med konkurrentene, men ikke gi noen form for fortrinn i markedet. Der hvor Salmon Evolution kan differensiere seg selv er via teknologiske fortrinn gjennom bruk av HFS overfor andre landbaserte oppdrettsanlegg. Eller gjennom bærekraft og opprettholdelse av biologisk mangfold, ved å minimering av lakselus og rømmningslaks. Vi har kommet fremt til at Salmon Evolution er i en konkurransemessig ulempe, men opprettholder elementer som gir en midlertidig konkurransemessig paritet.

3.3 Oppsummering av strategisk posisjon

3.3.1 SWOT

Å foreta en SWOT analyse vil vise hvilke forskjellige aspekter av selskapet som er mulige styrker, svakheter, muligheter eller trusler (Kenton, 2022). I sammenheng med Salmon Evolution vil vi ta for oss de interne og eksterne faktorene og vurdere disse gjennom en SWOT-analyse.

	Styrker	Svakheter
Interne Faktorer	<ul style="list-style-type: none">- En av de første aktørene innen landbasert oppdrett.- Nyskapende, effektiv og bærekraftig teknologi.- Bra lokalisering på Vestlandet.- Operativ og kompetent ledelse med god erfaring.	<ul style="list-style-type: none">- Teknologien selges fra eksterne operatør, ikke noe sjeldenhet.- Ingen varige konkurransefortrinn.
	Muligheter	Trusler
Eksterne Faktorer	<ul style="list-style-type: none">- Økende interesse på grunn av bærekraftig oppdrett og økende tilbud- Store ekspansjonsmuligheter til land som Sør-Korea og Nord-Amerika	<ul style="list-style-type: none">- Krever store investeringer- Ny lakseskatt kan påvirke salg av laks- Teknologisk løsninger er ikke begrenset til kun Salmon Evolution- Liten maktposisjon i markedet, for lite produksjon til å kunne konkurrere

Tabell 4: Anvendelse av SWOT-modellen

(Kenton, 2022)

4. Regnskapsanalyse

4.1 Lønnsomhetsanalyse

Lønnsomhetsanalyse er en analytisk prosess som søker å avdekke informasjon om de ulike inntektsstrømmene til bedriften (Amar, 2023). Analysen hjelper ledere med å identifisere måter å optimalisere lønnsomheten, dette gjennom ulike nøkkeltall som vil bli presentert i kapitlet. Analyse av lønnsomhet krever en kombinasjon av både kvantitative og kvalitative analyser. Dette gir bedriften en omfattende oversikt over inntektsgenererende faktorer i virksomheten, og hvordan faktorene kan maksimeres. Det er viktig for ledere å ha god forståelse av kvaliteten på virksomhetens inntjening, hvor lønnsomhetsanalysen bidrar til flere økonomiske formål innenfor virksomheten. Før vi går i gang med lønnsomhetsanalysen er det viktig å påpeke at Salmon Evolution er i en oppstartsfase der hovedfokuset for eierne ikke har vært å skape avkastning.

4.1.1 Rentabilitetsanalyse

Med rentabilitet menes avkastning på den kapital som er investert i selskapet.

Rentabilitetsanalysen er et lønnsomhetsmål, hvor det skilles mellom totalkapitalens rentabilitet og egenkapitalrentabiliteten (Sander, 2021). Kapitalrentabiliteten er dermed et uttrykk for hvor mye kapitalen endres i form av prosentvis avkastning, hvor rentabiliteten kan sammenliknes på tvers av virksomheter og markeder. For Salmon Evolution vil vi beregne rentabiliteten for året 2022, for å fremstille de mest aktuelle tallene for videre verdsetting av aksjeverdien per 31.12.2022. Nøkkeltallene vil være uttrykt i prosent, som er enklere sammenliknbart og oversiktlig i forhold til andre selskaper.

4.1.2 Totalkapitalrentabilitet

Ved å regne ut totalkapitalrentabiliteten ser vi hvor stor avkastning en bedrift har hatt på den totale mengden kapital som er investert i bedriften, både egenkapital og gjeld (Finanseksperten, 2020). Totalkapitalrentabiliteten regnes ut ved å dividere totale inntekter på gjennomsnittlig totalkapital.

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{(\text{Driftsresultat} + \text{finansinntekter}) * 100}{\text{Gjennomsnittlig totalkapital}}$$

Totalkapitalrentabiliteten sier noe om hvor lønnsom bedriften er, så bedrifter vil derav ønske en høy prosent. Den gjennomsnittlige TKR i Norge ligger på rundt 10%, men vil variere fra bransjer. Derfor bør prosenten måles opp mot konkurrenter innenfor samme felt. Salmon Evolution har per 20.02.23 ingen årsrapport for 2022, så vi har selv analysert kvartalsrapporter og estimert driftsresultat, finansinntekter og gjennomsnittlig totalkapital. Gjennom analysen vil SALME sammenliknes opp mot Atlantic Sapphire, som også er et nyetablert selskap med noe sammenliknbare prosenter. Tre etablerte selskap, SalMar, Lerøy og Mowi, vil fungere som markedsgjennomsnittet.

TKR / ROA i %	SALME	Atlantic Sapphire	SalMar	Lerøy	Mowi
2019	-42,9	-9,4	15,4	6,4	8,7
2020	-3,6	-6,5	10,0	2,6	2,0
2021	-2,0	-19,2	10,7	8,6	8,1
2022	-1,6	-42,0	8,0	8,9	11,4

Tabell 5: Totalkapitalrentabilitet Salmon Evolution, sammenliknbare selskaper 2019-2022

Totalkapitalrentabiliteten var svært negativ i oppstartsperioden for selskapet. Dette er forventet ved at inntekten vil være lav, i forhold til høye investeringskostnader i eiendeler og tidlig fase av produksjon. Videre øker TKR over de kommende årene, som viser at resultatet øker i forhold til eiendelene. Markedet er svært nytt, og det viser seg at konkurrenter har tilsvarende eller lavere prosenter.

Gjennomsnittlig totalkapitalrentabilitet i markedet for kun landoppdrett er -15,9%, hvor SALME viser gode tall over perioden i forhold til Atlantic Sapphire. Snittet for de etablerte selskapene er 8,4% totalkapitalrentabilitet. Konkluderende viser Salmon Evolution en positiv utvikling i TKR, men trenden bør fortsette for å anse avkastningen som tilfredsstillende. Atlantic Sapphire viser et fall på 32,6% over perioden, som tilsier ingen garanti for prosentvis vekst, selvfølgelig tatt i betraktning at alle selskapene er i oppstartsfasen gitt et helt nytt marked. Det bør nevnes at Atlantic Sapphire har slitt med branner i produksjonen.

4.1.3 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabilitet er en måling av finansiell ytelse som beregnes ved å dele nettoinntekt på aksjonærenes egenkapital (Fernando, 2022). Egenkapitalrentabilitet betraktes som en indikator på et selskaps lønnsomhet og hvor effektivt de er til å skape overskudd. Jo høyere egenkapitalrentabilitet, jo mer effektiv er selskapets ledelse i å skape inntekt og vekst fra egenkapitalfinansiering. Formelen for utregning av egenkapitalrentabilitet er som følger:

$$\text{Egenkapitalrentabilitet etter skatt} = \frac{\text{Ordinert resultat} * 100\%}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$

EKR / ROE i %	SALME	Atlantic Sapphire	SalMar	Lerøy	Mowi
2019	-61,1	-10,4	27,6	11,3	16,6
2020	-4,1	-7,6	21,0	4,7	4,2
2021	-2,5	-23,8	22,7	15,1	16,6
2022	-2,3	-53,6	19,7	15,3	23,6

Tabell 6: Egenkapitalrentabilitet Salmon Evolution, sammenlignbare selskaper 2019-2022

Salmon Evolution viser en positiv utvikling over de siste fire årene. Etablerte selskaper som SalMar, Lerøy og Mowi viser et hopp i egenkapitalrentabilitet fra 20' til 21', hvor Salmon Evolution ikke opplever samme økning. Dette kan derimot komme av faktorer som omhandler distribusjon eller salg, hvor Salmon Evolution har svært få salg i oppstartsperioden.

4.1.4 Driftsmargin

Driftsmarginen måler hvor mye profitt et selskap oppnår på én dollar i salg etter å ha betalt for variable produksjonskostnader, som lønn og råvarer, før renter og skatt (Hayes, 2022). Marginen beregnes ved å dele selskapets driftsinntekter med netto salgsinntekter. Høye driftsmarginer er som regel bra for selskapet og fremhever effektivitet i sine operasjoner og evne til å gjøre salg om til profitt.

$$\text{Driftsmargin i \%} = \frac{\text{Driftsresultat} * 100\%}{\text{Driftsinntekter}}$$

Driftsmargin i %	SALME	Atlantic Sapphire	SalMar	Lerøy	Mowi
2019		-1850,9	24,8	11,8	14,9
2020		-242,9	21,9	5,6	4,9
2021	-314,1	-743,1	22,9	15,6	14,3
2022	-136,5	-785,1	22,4	16,1	21,3

Tabell 7: Driftsmargin for Salmon Evolution og sammenliknbare selskaper 2019-2022

De svært negative tallene for de nyetablerte landoppdretts-selskapene kommer av høye investeringskostnader, og få eller ingen inntekt over selskapene. Salmon Evolution viser til tross for lave prosenter en positiv kurve, hvor den negative prosenten er halvert over det siste året.

4.1.5 Lønnsomhetsoppsummering

Gjennom lønnsomhetsanalysen viser Salmon Evolution en positiv trend hvert eneste år. Samtidig er det vanskelig å trekke konklusjoner fra tallene, gitt at landoppdrett er en ny sektor i bransjen. Den eneste relevante faktoren vil være vekst eller fall i prosentvise tall. Regnskapsanalysen for nye selskap vil være skjøre for lave marginer, ved høye investeringskostnader og lav inngående inntekt. Det kan samtidig ikke utelukkes at Salmon Evolution har en lovende lønnsomhet. De etablerte selskapene vil naturligvis ha bedre marginer, spesielt tidlig i perioden, hvor Salmon Evolution og Atlantic Sapphire er i oppstartfasen med få eller ingen salg og derved oppnår negative resultater som gir negative nøkkeltall. Lønnsomhetsanalysen vil derfor ikke være særlig betydelig i verdsettelsen av Salmon Evolution.

4.2 Likviditetsanalyse

Å ha god likviditet, vil si at virksomheten til enhver tid har tilstrekkelige midler til å kjøpe varer og betale regningene sine. Det er særlig virksomhetens evne til å finansiere den kortsiktige gjelden som tilsier om likviditeten er god (Visma, 2022). God likviditet vil dermed si at bedriften har evne til å innfri betalingsforpliktelsene sine. Likviditetsanalysen vil ta for seg likviditetsgrad 1 og 2, hvor likviditetsgrad 1 er forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld, og likviditetsgrad 2 er forholdet mellom kortsiktig aktiva og kortsiktig gjeld.

Likviditetsgrad 1 bør i hovedsak være 2,0 er høyere for å ansees som god. Tallene som blir presentert vil bli satt opp mot konkurrerende prosenter i bransjen, hvor tallene ikke nødvendigvis kan sammenliknes med hovedregelen hos etablerte selskaper.

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

Likviditetsgrad 1	SALME	Atlantic Sapphire	SalMar	Lerøy	Mowi
2019	2,26	1,88	2,31	2,81	3,39
2020	6,48	1,61	1,67	2,68	3,40
2021	3,35	5,30	2,19	2,91	2,79
2022	2,12	2,27	1,71	2,75	2,75

Tabell 8: Likviditetsgrad 1 for Salmon Evolution og sammenlignbare selskaper 2019-2022

Over perioden har Salmon Evolution en gjennomsnittlig likviditetsgrad 1 på 3,55, som er høyere enn både markedssnittet for lakseoppdrett og landbasert oppdrett. I 2020 ser Salmon Evolution et hopp på 4,22 prosent, som kan forklares av samarbeid med utenlandske aktører. Juli samme år inngår Salmon Evolution et samarbeid med en av verdens største sjømatseksportører, Dongwon Industries. Likviditeten forbedres drastisk ved 50 millioner norske kroner investert i selskapet, hvor hoppet i prosent vil antakelig være økte omløpsmidler i form av kontanter, og økt innskutt egenkapital.

Likviditetsgrad 2 måler likviditeten i forhold til de mest likvide omløpsmidlene, og viser hvor godt selskapet kan betale sine kortsiktige forpliktelser med sine mest likvide eiendeler. Graden bør minst være 1. Forhold som varelager og andre mindre likvide omløpsmidler blir derav ikke inkludert i beregningen. Formelen for likviditetsgrad 2 er kortsiktige aktiva / kortsiktig gjeld.

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Kortsiktige aktiva}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Likviditetsgrad 2	SALME	Atlantic Sapphire	SalMar	Lerøy	Mowi
2019	2,26	1,63	0,40	1,31	2,97
2020	6,48	0,74	0,26	1,27	2,94
2021	3,27	2,87	0,49	1,43	0,83
2022	1,83	1,06	0,96	1,09	2,28

Tabell 9: Likviditetsgrad 2 for Salmon Evolution og sammenlignbare selskaper 2019-2022

Salmon Evolution viser gode tall over perioden. Likviditetsgrad 2 er svært lik likviditetsgrad 1, som tilsier at bedriftens omløpsmidler består av svært likvide midler. Prosenten faller med 4,65% i perioden 2020-2022, men forklares av investeringer i nye anlegg som finansieres av blant annet investeringen til Dongwon Industries.

Samlet sett ser vi likviditeten til Salmon Evolution som god. Som alltid må vi ta i betraktning at det er et nyoppstartet selskap, og eksterne investorers kapitalinnskudd påvirker tallene.

Samtidig viser SALME at de har anstendig likviditet i form av likviditetsgrad 1 og 2.

4.3 Finansiering og soliditet

4.3.1 Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 er et mål på hvor mye av bedriftens anleggsmidler som er finansiert av langsiktig gjeld. Kristoffersen hevder at «En sunn finansieringsstruktur tilsier at den kapitalen som er budet i anleggsmidler, skal være finansiert av langsiktig kapital» (Kristoffersen, 2019, s. 460). Det hevdes videre at en generell retningslinje er å ha en finansieringsgrad som ikke overstiger 1. Dette innebærer at man har mer langsiktig gjeld enn anleggsmidler.

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

Finansieringsgrad 1	2019	2020	2021	2022
Salmon Evolution	3,56	4,85	238,33	15,41
Atlantic Sapphire	5,07	4,82	8,23	139,84
SalMar	1,72	3,00	3,05	3,07
Mowi	1,82	1,90	1,59	1,68
Leroy Seafood Group	2,90	2,35	2,78	2,82

Tabell 10: Finansieringsgrad 1 Salmon Evolution, sammenlignbare selskaper 2019-2022

Som vi ser har samtlige selskaper en finansieringsgrad 1 som er høyere en retningslinjen på under 1. Dette innebærer at anleggsmidlene i bransjen ikke er fullstendig finansiert med langsiktig kapital. En årsak til dette er at store deler av de eiendelene bedriftene har er anleggsmidler. I oppdrettsnæringen kreves det blant annet store anlegg, avansert teknologi og maskiner. Bedriftene klarer ikke å finansiere anleggsmidler kun med langsiktig kapital og er derfor nødt til å finne andre finansieringsmetoder for anskaffelse. Vi ser også finansieringsgraden er høyere for landoppdrettselskperne. Årsaken til dette er fordi disse selskapene har mindre egenkapital samt større vanskeligheter for å skaffe seg langsiktige lån.

4.3.2 Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen er et mål på hvor stor andel av eiendelene som er finansiert med egne midler (Bisnode, 2021). Høy egenkapitalandel vil være ønskelig ettersom dette styrker selskapets soliditet. Høyere egenkapital betyr mer egenkapital knyttet opp i selskapets eiendeler, som kan ses på en indikator på langsiktig stabilitet.

$$Egenkapitalandel = \frac{Egenkapital}{Totalkapital}$$

EK-andel	2019	2020	2021	2022
Salmon Evolution	0,72	0,85	0,95	0,94
Atlantic Sapphire	0,81	0,82	0,88	0,99
SalMar	0,40	0,60	0,57	0,66
Mowi	0,57	0,62	0,56	0,61
Leroy Seafood Group	0,65	0,64	0,66	0,68

Tabell 11: Egenkapitalandel Salmon Evolution, sammenlignbare selskaper 2019-2022

Som vi kan lese av tabellen ser vi at det er ganske stor forskjell på egenkapitalandelen i de ulike selskapene. De nyetablerte landoppdrettselskapene et høyere forholdstall enn de tradisjonelle selskapene. En mulig årsak til dette er evnen til å hente inn kapital. De veletablerte selskapene vil ses på som mindre risikofylte enn de nyetablerte landoppdrettselskapene. Av den grunn vil det være vanskeligere for de nyetablerte selskapene å ta opp lån fordi kreditorene ser på disse som for risikofylte.

4.3.4 Rentedekningsgrad

Rentedekningsgrad er et mål på i hvilken grad selskapet klarer å betale sine rentekostnader. Rentedekningsgraden viser antall ganger en bedrift er i stand til å betale sine rentekostnader, og er sammenfallende med lønnsomhet og renter på gjelden i bedriften (Kristoffersen, 2019, s. 465).

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

Rentedekningsgrad	2019	2020	2021	2022
Salmon Evolution	-24,79	-37,57	-310,10	-395,4
Atlantic Sapphire	-37,38	-259,84	-70,67	-47,04
SalMar	14,79	14,50	20,27	18,03
Mowi	18,13	7,33	5,39	10,24
Leroy Seafood Group	11,33	10,32	8,27	11,46

Tabell 12: Rentedekningsgrad Salmon Evolution, sammenlignbare selskaper 2019-2022

Det er finnes ingen konkret retningslinje for hvor rentedekningsgraden bør ligge, men det hevdes den bør ligge over 3, og absolutt ikke under 1 (Hammertrø, 2015, s. 28). De veletablerte selskapene SalMar, Mowi og Lerøy Seafood Grop imøtekommer anbefalingen om over 3, imens de nyetablerte ikke gjør det. Årsaken til dette er fordi selskapene har negative resultater disse årene ettersom de er inne i en etableringsfase. Det vil derfor ikke være relevant å sammenlikne selskapene basert rentedekningsgraden.

4.3.5 Oppsummering av finansiering og soliditet

Basert på vår analyse av regnskapsdata sammenliknet med de retningslinjene som er satt for de ulike forholdstallene, kan vi se at de små landoppdrettsselskapene skiller seg en del fra de mer tradisjonelle aktørene. Finansieringsgraden er høyere for landoppdrettsbransjen trolig fordi de har større vanskeligheter for å innhente langsiktig kapital. De har også større utfordringer når det kommer til muligheten til å ta opp lån knyttet til den usystematiske risikoen i bransjen.

5. Avkastningskrav

For å kunne estimere hvilken verdi av egenkapital og total kapital som vil kreves for investeringen benyttes avkastningskrav. Per definisjon er avkastningskrav definert som den alternative avkastningen som kan bli oppnådd ved tilsvarende risiko (Roksvåg K. R., 2022a). I dette tilfellet vil avkastningskravet tilsvare hvor stor avkastningen må være på investeringene til Salmon Evolution. For Salmon Evolution vil det være tilstrekkelig å ta med analyser av den kompensasjonen som fremstår ved valg av en fremtidig kontantstrøm. For å kunne verdsette et selskap er etablering av avkastningskrav nødvendig for å kunne komme fram til en prognose. Avkastningskravet er en sentral komponent for å kunne diskontere alle de fremtidige kontantstrømmene, samt verdsette SALME. Kapitalverdimodellen vil brukes til å beregne egenkapitalavkastningskravet til Salmon Evolution. Egenkapitalavkastningskravet brukes igjen til å beregne avkastningskrav til total kapitalen gjennom WACC (*Weighted Average Cost of Capital*). Gjennom analysen vil det henvises til hvorfor det kreves et høyt avkastningskrav for SALME. Dette veier opp for at lakseindustrien er en konkurranseutsatt bransje, men også de store investeringene foretatt av SALME de siste årene. Ved større investeringer, medbringer det høyere risiko, og det blir derfor stilt høyere forventninger til en positiv fremtidig kontantstrøm. Utregning av avkastningskrav går på basis av det norske markedet ettersom SALME kun er registrert på OSEBX. Det er derfor tatt i betraktning å bruke den Norske risikopremien og beta verdier som korrelerer med det Norske markedet.

5.1 Kapitalverdimodellen

Kapitalverdimodellen (*capital asset pricing model*) vil i denne oppgaven benyttes som et hjelpemiddel for å bestemme krav til avkastning på selskapets egenkapital.

Kapitalverdimodellen tar i betraktning aksjens samvariasjon med markedet i form av beta, risikofri rente og markedets risikopremie. Formelen for CAPM kan uttrykkes som følger:

$$R_E = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f)$$

Hvor

R_e = Egenkapitalens avkastningskrav

R_f = Risikofri rente

β = Aksjens systematiske risiko

$(R_m - R_f)$ = Markedets risikopremie

5.1.1 Risikofri rente

Nivået på risikofri rente er sentralt i bestemmelsen av hvilket avkastningskrav en skal kreve for et prosjekt eller selskap. Risikofri rente er altså den alternative avkastningen en kan oppnå ved å plassere pengene et sted det ikke finnes sannsynlighet for mislighold. Typiske eksempler på risikofrie investeringer er plasseringer i høyrentekonto eller statsobligasjoner, hvor sannsynligheten for mislighold er minimal.

De mest brukte risikofrie rentemålene er typisk 3 måneder statskasseveksler eller 10 års statsobligasjoner. Rentenivået har frem til nylig ledet opp mot rekordlave nivåer, som har kommet av pengemengden i samfunnet, lav inflasjon, samt flere andre parametere.

Pr. 01.01.2023 utstedes 10 års statsobligasjoner med en rente på 3,18% (Norges Bank, 2023). Nivået på dagens risikofrie rente har sammenheng med jevnlig heving av styringsrenten i løpet av 2022. Norges bank signaliserer at rentetoppen kan nærme seg, dog det kan komme flere hevinger om det finnes nødvendig. Vi vil dermed benytte $R_f = 3,25\%$ i verdsettelsen med grunnlag i langsiktighet og ikke-usannsynlige ytterligere rentehevinger.

5.1.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er et påslag som tillegges den risikofrie renten som følge av at man påtar seg risiko ved å investere i markedet. Risikopremien er med andre ord differansen mellom total avkastning og den risikofrie renten som tidligere er satt til 3,25%. Ifølge PwC sine nettsider er risikopremien i det norske markedet uendret fra tidligere år beregnet til å 5% basert på median (PWC, 2023). I bestemmelsen av hvilken risikopremie en skal bestemme for en investering eller et prosjekt, må investeringens antatte risiko vurderes opp mot lignende investeringsprofil og markedet generelt. I en verdsettelsessituasjon for Salmon Evolution må alle risikoer nevnt i PESTEL analysen tas i betraktning, hvor langsiktigheten på investeringen til syvende og sist er bestemmende. Spesielt for oppdrettsbransjen er grunnrenteskatten, som om lag 75% av de spurte i en undersøkelse gjort av PwC at de mener risikopremien for oppdrett vil øke som en følge av etableringen av en slik skatt (PWC, 2023). Skatten er imidlertid ikke vedtatt av regjeringen og vil dermed ikke bli hensyntatt i fastsettingen av markedets risikopremie i verdsettelsen.

Salmon Evolution vil bli verdsatt på grunnlag av medianen på 5% til det norske markeds risikopremie uten justeringer, da langsiktighet i prosjektet er realistisk og viktig i en ny bransje.

5.1.3 Aksjens beta

Aksjens betakoeffisient defineres som bevegelsen til en aksje basert på svingninger og endringer i markedet. Beta (β) er et mål på den systematiske risikoen til en aksje målt i en prosentmessig endring i markedet. Verdien på betaen måles mellom -1 og 1. Dersom verdien på betaen er 1, er det en perfekt korrelasjon mellom aksjen og markedet. (Roksvåg, 2022b). Formelen for å regne ut betaen for en enkelt aksje i er som følger:

$$\beta_i = \frac{Cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)}$$

Ved bruk av Excel har vi foretatt en utregning av betakoeffisienten ved bruk av regresjonsformel vist overfor. Vi har brukt tall fra da SALME gikk på børs 09.07.2021. Vi har også regnet ut betakoeffisienten for noen av konkurrentene til Salmon Evolution, for å få et bedre perspektiv på hvordan SALME beveger seg i forhold til markedet. Ved utregning har vi kommet frem til følgende betakoeffisienter, hvor markedene er definert i venstre kolonne og de ulike selskapene i øverste rad.

	SALME - OSE	ASA - OSE	SALM - OSE	MOWI - OSE	LSG - OSE
OSEBX	0,73	0,98	0,73	0,88	0,90
DAX-30	0,19	0,00	0,03	-0,01	0,03
MSCI World	-0,01	0,42	0,12	0,17	0,15

Tabell 13: Beta for selskaper knyttet opp mot OSEBX, DAX-30 og MSCI..

Vi valgte å inkludere tre indekser er for å skape en differanse rundt betakoeffisienten. Dette er for å sikre at betaen ikke kun baseres på OSEBX sine indekstall. OSEBX vektet tungt ut ifra Olje og energinæringen, siden hovedvektene på indeksen er selskaper som Equinor. Laks og oppdrettsbransjen går veldig mye ut på eksport og varehandel mellom internasjonale samarbeidspartnere. Hovedsakelig i den østlige delen av Asia. Dette fører til at markedet utenfor Norge har en stor innvirkning på eksport og inntjening på laks.

Valget av sekundærindekser som DAX-30 og MSCI er for å få en basis rundt hvilke midler som eventuelt kan påvirke betakoeffisienten til SALME. Det vi har lagt merke til, er at betaverdien til SALME blir liggende veldig nærme 0, noe som tilsier at den ikke korrelerer med markedet i det hele tatt med disse indeksene.

Vi har valgt å benytte betaverdien vi fikk ved utregning opp mot OSBX. Dette gir oss en betakoeffisient på 0,73 som tilsier at aksjen korrelerer ganske sterkt med markedet.

Blumes Betajusteringsmodell

For at vi skal kunne anvende den mest korrekte betakoeffisienten for Salmon Evolution bruker vi Blumes formel for å justere beta. Hensikten med å bruke denne metoden er å korrigere betaen litt nærmere markedet, eksakt skal den bringe den 1/3 nærmere markedet (Roksvåg, 2022b). Blumes justeringsmodell refereres ofte til som den forventede betaen, mens den estimerte betaen vi har brukt overfor er den historiske betaen. Vi bruker Blumes justerte beta for å kunne justere for den fremtidige betaverdien av SALME, ved å bringe den nærmere 1 vil den bli mer robust og dermed ligge nærmere den potensielt fremtidige betaen (Roksvåg, 2022b). Formelen vi har brukt for å justere betaen er som følger:

$$\beta_{Justert} = \frac{2}{3} \cdot \beta_{est} + \frac{1}{3} \cdot 1$$

Ved å plotte inn våre verdier blir vår justerte betakoeffisient:

$$\beta_{Justert} = \frac{2}{3} \cdot 0,73 + \frac{1}{3} \cdot 1 = 0,82$$

Vi anser at den justerte betaverdien er mer rigid og vil stemme mer med fremtidig prognoser og forventninger rundt SALME sin utvikling. Beta justert vil passe bedre å bruke for å regne ut egenkapitalavkastningen.

5.1.4 Beregning av krav til egenkapitalavkastning

Gjennom de foregående delkapitlene har vi regnet ut verdier som skal benyttes for å beregne avkastningskravet til egenkapitalen. Vi har valgt å beregne egenkapitalkravet ved bruk av kapitalverdimodellen. Nedenfor følger en utregning:

$$R_E = R_F + \beta \cdot (R_F - R_M)$$

Når våre utregnede verdier plottes inn, får vi følgende:

$$R_E = 3,25\% + 0,82 \cdot 5\% \approx 7,35\%$$

Egenkapital avkastningskravet til SALME er **7,35%**

5.2 WACC

Kapitalkostnaden for et selskap består av en vektning av gjeldskostnaden og kravet til avkastning på egenkapital som er fastsatt ved kapitalverdimodellen tidligere. Forholdet mellom gjeld og egenkapital i et selskap vil ikke være fast, selv om det er en forutsetning for bruk av WACC modellen. I selskapsverdsettelsen kan både netto nåverdi og justert nåverdi benyttes som metoder for å fastsette denne, hvor den justerte nåverdien ivaretar muligheten for endringer i gjeldsgrad. Formelen for vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad er som følger:

$$WACC = \frac{E}{T} \cdot R_E + \frac{D}{T} \cdot R_D(1 - s)$$

Hvor:

E = Egenkapital

T = Totalkapital

D = Gjeld

R_E = Egenkapitalkostnad

R_D = Gjeldskostnad

s = Skattesats

5.2.1 Andel egenkapital og gjeld

De totale eiendelene til Salmon Evolution er ifølge tall fra Q4 2022 verdt 2,305mrd bestående av 1,563mrd egenkapital og 741 millioner kort- og langsiktig gjeld (Salmon Evolution Q4, 2022). Som nevnt innledningsvis vil vi under beregning av gjennomsnittlig kapitalkostnad anta at kapitalstrukturen holder seg stabil. Ved bruk av tallene ved utgangen av 2022 finner man altså ut at selskapet er finansiert med 68% egenkapital og 32% gjeld.

5.2.2 Gjeldskostnad

Ved utregning av selskapets gjeldskostnad er det fremmedkapitalens påslag på NIBOR-renten som danner grunnlaget for beregningen. NIBOR er sammenlignbar med den risikofrie renten på norske statsobligasjoner som vi tidligere konstaterte har 3,25% rente.

Salmon Evolution har en kombinasjon av lån med kort og lang løpetid (Salmon Evolution Q4, 2022). Lån med dårligere sikring og kortere løpetid har normalt et høyere risikopåslag enn ett lån med lengre løpetid og bedre sikring. Ettersom det ikke finnes eksakt beskrivelse av fordelingen av ulike renter på selskapets lån, vil vi foreta en forenkling gjennom å anslå en gjennomsnittlig lånerente på alle lån.

Vi regner med et risikopåslag på 1,25% på NIBOR ut ifra regnskapstall oppgitt i Q4, og Salmon Evolution får dermed 4,5% i gjennomsnittlig lånerente (Salmon Evolution Q4, 2022).

5.2.3 Beregning av avkastningskrav til total kapital

$$WACC = \frac{E}{T} \cdot R_E + \frac{D}{T} \cdot R_D(1 - s)$$

$$WACC = 0,68 \cdot 7,35\% + 0,32 \cdot 4,5\% \cdot (1 - 0,22)$$

$$WACC = 6,12\%$$

6. Kontantstrømanalyse

I dette kapitlet skal vi lage en prognose for selskapets fremtidige inntekter og kostnader de neste 5 årene. Altså fra 2023 frem til 2028.

Å predikere inntekter og kostnader kan være vanskelig å anslå nøyaktig, særlig i en ny sektor som landbasert lakseoppdrett. Sektoren er ny hvor de eldste aktørene hadde sin oppstandelse allerede i løpet av det siste tiåret. Volatilitet og spekulasjoner fører til at aksjekursene i markedet svinger mye. Å anslå kontantstrømmene til de tradisjonelle selskapene vil være noe enklere basert på forventet vekst i markedet samt historisk avkastning i oppdrettsnæringen.

6.1 Inntekter

Det vil være vanskeligere å anslå de fremtidige inntektene enn å anta fremtidige kostnader. Selskapet kan se en stor vekst i fremtiden, men det avhenger av at frister og mål blir møtt og at overholdelse av fremtidige prognoser i best forstand overholdes. Salmon Evolutions inntekter vil kunne beregnes gjennom en inntektsfunksjon seende slik ut:

$$I(x) = P \cdot X$$

Hvor:

P = kiloprisen på laks.

X = antall laks selskapet selger.

For å finne inntjeningen til selskapet skal vi derfor estimere forventet produksjonsvolum, lakseprisen samt prispremie.

6.1.1 Historiske inntekter

De historiske inntektene vil med stor sannsynlighet ikke være en god indikator for neste års inntektsutvikling. Som nevnt tidligere ble selskapet etablert i 2017 og mye av oppstarten gikk til utvikling og forskning. Tabellen nedenfor viser inntektene til selskapet i perioden 2019 til 2022.

Alle tall i (1000 NOK)

År	2022	2021	2020
Driftsinntekter	47 681	12 257	704
Vekst i %	289%	1641%	

Tabell 14: Salmon Evolutions driftsinntekter og den prosentvise veksten 2020-2022

Tabellen viser at Salmon Evolution har opplevd betydelig vekst i driftsinntektene de siste årene. Veksten skyldes hovedsakelig deres evne til å etablere flere samarbeidspartnere og effektivisere produksjonsprosessen. I fjerde kvartal 2022 oppnådde selskapet en rekordhøy omsetning på 28 404 000 NOK, noe som skyldes deres suksess med å produsere høykvalitets fisk og øke vekten på fisken. Driftsinntekter på 704 000 NOK i 2020 er relatert til salg av ubenyttet material og konsulentinntekter, altså ikke relatert til salg av laks.

Videre i analysen vil vi legge lite vekt på de historiske inntektene. Årsaken til dette er fordi dagens vekst ikke vil gjenspeile veksten i fremtiden.

6.1.2 Inntektsprognose

Salmon Evolutions inntekter er vanskelige å predefinere, i og med at det er såpass nystartet selskap vil det være mangler i historiske tall å basere prognosen på. Landbasert oppdrett regnes som en risikofylt bransje, der det er veldig mange faktorer som må stemme for at driften skal gå rundt. For å kunne henviser til en fremtidig vekst og kunne foreta en inntektsprognose må vi foreta antagelser på fremtidig vekst i laksepriser, samt inkludere egne prognoser gjort av Salmon Evolution.

Salmon Evolution tar en høyere pris for sin laks basert på kvaliteten til produktet. Salgsprisen per kg på laksen i Batch 1 var 3,9% høyere enn referanseprisen i markedet (Salmon Evolution Q4, 2022). 80% av laksen Batch 1 var på over 4kg og under 3% var under 3kg. Vi har derfor valgt å se på pris/kg på laks som er mellom 3-6kg.

For å presisere så riktig pris som mulig må vi også ta høyde for økning i eksportpris på laks 5 år frem i tid. Det er tatt grunnlag i inflasjonsmålene på 2% satt av den Norske regjeringen (Regjeringen, 2019). Våre beregninger av fremtidig laksepris er basert på et glidende snitt i prisutvikling fra 2017 til 2022. Det er viktig å ta i betraktning at eksportprisene har store flukseringer i pris gjennom ukene, og prisen vi har predikert er et gjennomsnitt av lakseprisene basert på ukentlig endring i 2022.

År	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Pris per kg	80,76 kr	82,37 kr	84,02 kr	85,70 kr	87,42 kr	89,16 kr	90,95 kr

Tabell 15: Prognose for utviklingen av lakseprisen i perioden 2022-2028

Salmon Evolution har egne prognoser for fremtiden hvor antatt vekst med i bildet. De har estimert antall produsert tonn i forskjellige anlegg, hvorav vi har funnet en potensiell inntekt dersom de opprettholder selskapets mål (Salmon Evolution Q4, 2022). Følgende tabell nedenfor har vår fremtidige inntektsprognose for 5 år frem i tid. Vi har her valgt å inkludere de to fremtidige anleggene som de skal bygge i Nord Amerika og Sør-Korea. Dette for å skape et så godt grunnlag som mulig for inntektsprognosen.

Salmon Evolution har delt opp utviklingen av selskapet i forskjellige faser, hvor de har forventete produksjonsvolum. Fase 2 i Norge startet i 2023 og brer seg til 2024, hvor målet er å produsere 7,9 kilo tonn med laks. Fase 3 er fra 2025 til 2028 hvor målet er å produsere 15,7 kilo tonn med laks. Anleggene i Sør-Korea har også 2 faser som starter i 2024 hvor målet er å produsere 8,4 kilotonn i løpet av to perioder på 5 år. Det Nordamerikanske anlegget ligger langt frem i tid, noe som gjør det veldig vanskelig å forutsi om konstruksjonen og produksjonen vil gå som det er forventet. Det forventete produksjonskvantumet for anlegget i Nord-Amerika er 31,5 kilo tonn fra og med 2026 (Salmon Evolution Q4, 2022, s. 2).

År	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Norge	325 376	331 884	338 521	345 292	699 938	713 936
Sør-Korea		352 889	359 947	244 764	249 659	254 652
Nord Amerika				778 000	793 560	809 431
Sum	325 376	684 773	698 469	1 368 056	1 743 157	1 778 020

Tabell 16: Inntektsprognose for Salmon Evolution i perioden 2023-2028

For at prisen skal bli så pålitelig som mulig er det viktig at vi tar hensyn til eventuelle prisavvik i inntjeningene til Salmon Evolution. Som et landbasert oppdrettsanlegg vil det fremgå mulige andre inntektskilder som kan gi en økt inntekt. Vi tar i betraktning et fremtidig prisavvik på 5% for å skaffe antagelser rundt eventuelle andre inntekter som kan oppstå i fremtiden. Salmon Evolution er et selskap i vekst, og det er derfor viktig å ikke se bort ifra avvik i pris og endringer mellom planlagt og budsjettert mengde. Vi har valgt å ikke regne

med et prisavvik i inntektsprognosen, derav det er veldig vanskelig å predikere hvilke avvik som vil oppstå.

6.2 Kostnader

Kostnadsstrukturen til Salmon Evolutions anlegg forventes å endre seg noe fremover ettersom fase 1 på det første oppdrettsanlegget på Indre Harøy har vært en pilot med tanke på bygningsmasse og teknologi. Salmon Evolution vil ikke trenge å endre stort på teknologien i forbindelse med videre utbygging av anlegget, og sparer ifølge dem selv penger på at byggselskapene har bedre kjennskap til byggeprosessen, stabiliserende materialpriser og forventet lavere lånerente i banken ettersom de har vist at konseptet fungerer (iLaks, 2022). Ettersom det på et tidspunkt planlegges å bygge anlegg i Korea og Nord-Amerika vil estimerte kostnader og kontantstrømmer til dette inngå i kostnadsprognosene for kommende år.

6.2.1 Historiske kostnader

Historiske kostnader vil deles på et relevant delingstall, for å se en sammenheng i prosentvis vekst over tid. Kun tre siste regnskapsår vil være relevant, gitt av bedriften er i oppstartsfasen. Som vi kan lese av tabellen nedenfor ser vi at varekostnadene har redusert betraktelig fra 2021 til 2022.

Varekostnader	2022	2021	2020
Driftsinntekt	47 681 000	12 257 000	704 000
Varekostnad	-13 600 000	-6 200 000	0
Varekostnad / Driftsinntekt	29%	50,5%	-
Gjennomsnittlig andel	39,8%		

Tabell 17: Historisk utvikling i varekostnader for Salmon Evolution

Lønnskostnader er som ventet svært høye i oppstartsfasen hvor bedriften er avhengig av å ansette kvalifiserte mennesker. Parallelt med lønnskostnader til styret og lave driftsinntekter, vil lønnskostnader utgjøre en stor del av driftskostnadene. Med driftsinntekt som delingstall går prosenten betraktelig ned, og vil fortsette å utgjøre en mindre del av driftskostnader.

Lønnskostnader	2022	2021	2020
Driftsinntekt	47 681 000	12 257 000	704 000
Lønnskostnad	-49 996 000	-21 067 000	-8 877 000
Lønnskostnad / Driftsinntekt	104,8%	173,2%	1260,9%
Gjennomsnittlig andel (21&22)	139%		

Tabell 18: Historisk utvikling i lønnskostnader for Salmon Evolution

Annen driftskostnad representerer svært mange mindre kostnadsposter i regnskapet, hvor den prosentvise endringen vil være den eneste indikatoren som kan predikere fremtidige kostnader.

Annen driftskostnad	2022	2021	2020
Driftsinntekt	47 681 000	12 257 000	704 000
Annen driftskostnad	-65 538 000	-25 894 000	-8 954 000
Ann. Driftkost./Driftsinntekt	137,4%	211,2%	1271,8%
Gjennomsnittlig andel (21&22)	174,3%		

Tabell 19: Historisk utvikling i andre driftskostnader for Salmon Evolution

Vi har valgt å bruke anleggsmidler som delingstall, ved et forsøk på å finne en prosentvis sammenheng med avskrivninger. Anleggsmidler vil stige med milliarder over kommende år, hvor prosenten kan indikere et passende tall for fremtidig predikering av avskrivninger.

Avskrivninger	2022	2021	2020
Avskrivninger	6 190 000	2 229 000	550 000
Anleggsmidler	1 860 000 000	1 078 664 000	222 367 000
Avskrivninger / Anleggsmidler	0,33%	0,21%	0,24%
Gjennomsnittlig vekst	0,26%		

Tabell 20: Historisk utvikling i avskrivninger og anleggsmidler for Salmon Evolution

Finansielle kostnader utgjør historisk en liten del av totale kostnader, men nye opptak av lån og tilsvarende rentekostnader vil være relevant for verdsetting og videre prognose.

Finansielle kostnader	2022	2021	2020
Rente på gjeld og lån	3 012 000	1 007 000	29 000
Tap på valutaendringer	554 000	6 287 000	
Andre finansielle kostnader	604 000	40 000	234 000
Total finansiell kostnad	4 170 000	7 335 000	263 000

Tabell 21 : Historisk utvikling i finanskostnader for Salmon Evolution

6.2.6 Kostnadsprognose

Som illustrert i de historiske driftskostnadene er varekostnad, lønnskostnad og avskrivinger de tre store kostnadene også fremover. Estimerte inntekter og kostnader vil til en viss grad følge hverandre, men de har ulike drivere, noe som gjør at kostnadsestimatene må utarbeides separat fra forventet inntekt til en viss grad.

Kostnaden som er forventet å sammenfalle mest med inntektsutviklingen er varekostnadene, da de i stor grad består av fiskefôr og smolt som i stor grad kan tolkes å være variable kostnader. Basert på selskapets historiske varekostnadsandel / driftsinntekt ser man at andelen falt drastisk fra 2021 til 2022 når de hadde sitt første parti med laks til markedet fôret opp og slaktet. Gjennom Q4 rapporten opplyser Salmon Evolution å ha kostnader til råmateriale på kr 34 706 fordelt på salgsinntekter kr 47 681 som gir varekostnad på om lag 72% (Salmon Evolution Q4, 2022). Dette er noe høyt sammenlignet med bransjen, og er delvis misvisende ettersom selskapet har satt en betydelig andel varer i produksjon som ikke enda er solgt. På lengre sikt forventes varekostnaden å komme ned på nivåer rundt konkurrentene på mellom 40 og 50% av inntekt. Gitt riktig inntektsprognose vil se slik ut:

Alle tall i (1000 NOK):

År	2023	2024	2025	2026	2027	2028
% av salgsinntekt	65%	55%	50%	45%	45%	45%
Varekostnader	211 494	376 625	349 234	615 625	784 420	800 109

Tabell 22 22: Varekostnader basert på en prosentsats av selskapets salgsinntekter

Lønnskostnadene er også forventet å stige med årene, men synke relativt sett sammenlignet med driftsinntektene. Realistisk sett vil Salmon Evolution måtte ansette flere for å opprettholde produksjonskvaliteten ved utvidelse av anlegget på Indre Harøy og ved etablering i Korea og Amerika. De vil dog ikke ha behov for å doble antall ansatte for å gjøre dette, da dagens operatører trolig vil ha mulighet til å holde oversikt over flere oppdrettstanker. Ledelsen står også for en ikke ubetydelig del av lønnskostnadene pr i dag, hvor lønnsnivået ikke nødvendigvis har en direkte sammenheng med selskapets inntjening. Basert på de historiske regnskapstallene Salmon Evolution har, er det ikke mulig å fastslå en særlig presis forventing til lønnsutviklingen foruten at den konvergerer mot en ukjent andel av selskapets inntjening. Ifølge Lerøy og SalMar sine Q4 rapporter skal selskapene

henholdsvis ha brukt omtrent 10 og 15% av sine driftsinntekter på lønninger til ansatte (Salmon Evolution Q4, 2022) (Lerøy Q4, 2022). Det forventes at Salmon Evolution vil komme noe lavere lønnskostnader enn sine havbaserte konkurrenter og det hensyntas et konvergeringspunkt rundt 10% lønnskostnad på lang sikt. I 2022 er det beskrevet i Q4 rapporten til Salmon Evolution at 16% av lønnskostnader er tilknyttet utbyggingsprosjekt på Indre Harøy, noe som også forventes på utbygging av resterende prosjekter (Salmon Evolution Q4, 2022). Det estimeres følgende lønnskostnader for Salmon Evolution for årene fremover:

Alle tall i (1000 NOK)

År	2023	2024	2025	2026	2027	2028
% av salgsinntekt	50%	35%	30%	25%	20%	10%
Lønnskostnad	162 688	239 670	209 540	342 014	348 631	177 802

Tabell 23 23: Fremtidig lønnskostnad Salmon Evolution, en andel av selskapets salgsinntekt

Den siste kostnaden det estimeres fremtidig utvikling på er avskrivninger. Dette er imidlertid den vanskeligste å gi en prognose på av de nevnte ettersom den ikke sammenfaller med salg av laks, men størrelse på, og antall investeringer selskapet foretar seg. Salmon Evolution uttrykker gjennom sine kvartalsrapporter at planlegging av anlegg i Sør-Korea og Nord-Amerika er i gang og så godt som bestemt. Det gir ikke noen mening å beregne en prosentvis endring i avskrivninger eller verdi av anleggsmidler for årene fremover, da utviklingen korrelerer sterkt med investeringene Salmon Evolution foretar seg.

Dagens verdi av anlegget på Indre Harøy har en bokført verdi på omkring 1 700 000 000 milliarder Norske kroner, ifølge Salmon Evolutions siste kvartalsrapport (Salmon Evolution Q4, 2022). Dette er det beste estimatet man har på verdien av denne typen anlegg med 6 tanker og kontrollenhet. Fase 2 vil komme i gang med en gang den første fasen av anlegget på Indre Harøy er ferdigstilt, og er ifølge Salmon Evolutions kvartalsrapporter svært lette med tanke på kapitalutbetalinger de første 6-9 månedene, og den første økningen i anleggsmidler og avskrivninger kommer sannsynligvis ikke før 2024 ettersom fase 1 ikke er helt ferdigstilt enda. Verdien på anleggsmiddelet som skal etableres i fase 2 anslås til å være 1 500 000 000 milliarder Norske kroner på grunnlag av besparelser knyttet til blant annet stordrift, og stabilisering av materialkostnader (Salmon Evolution Reports, 2023).

Gjennom en antakelse om at alle anleggene Salmon Evolution skal bygge er like effektive pr krone investert basert på deres egne målsettinger til produksjon på de ulike anleggene, kan man lage en prognose på hvor mye anleggsmidler, gjeld og egenkapital vil endre seg ved bygging av de planlagte anleggene. Salmon Evolution estimerer å produsere 7,9 kilotonn laks i fase 1 (Salmon Evolution Q4, 2022), og har bokførte verdier tilknyttet anlegget på kr 1 700 000 000 som nevnt tidligere, noe som gir en hypotetisk effektivitet på 4,6 kilotonn laks produsert / 1mrd investert. Dersom estimatet stemmer, og det viser seg at Salmon Evolution klarer å fullføre fase 2 på Indre Harøy til kr 1 500 000 000, øker denne effektiviteten til om lag 5,0 som kan antas å være forsiktig nok – selv for anleggene i utlandet.

Anlegget i Korea bygges i 2 faser, og vil til sammen produsere 16,8 kilotonn laks. Dette gir et estimert investert beløp på kr 3 360 000 000 over de to fasene gitt at forutsetningene er oppfylt. Videre planlegges anlegget i Nord-Amerika til å bygges i 2025, men gjennom dagens utvikling i selskapet kan det ikke regnes med at utbyggingen er nevneverdig i gang før 2026 (Salmon Evolution Q4, 2022, s. 4).

Mye kan skje frem til 2026 med tanke på erfaringer gjort internt i Salmon Evolution, utvikling av teknologi, bygge- kostnader og effektivitet i tillegg til generell kompetanseutvikling på området. Dette vil ikke bli tatt hensyn til og justert for ved utregning av kapital krevd for den signaliserte etableringen. Anlegget forventes å ha en kapasitet på 31,5 kilotonn laks når den er operasjonell, noe som gir en investering på kr 6 300 000 000 ved etablering. Anleggene som bygges i utlandet skal etter planen ifølge selskapet bære 75% belåningsgrad (Salmon Evolution Q4, 2022). Avskrivningene er tatt fra de historiske nivåene til selskapet og justert til 0,35%.

Alle tall i (1000 NOK)

År	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Avskrivninger	6 523	11 773	23 492	45 459	45 300	45 139
Anleggsmidler	1 863	3 363	6 712	12 988	12 943	12 897

Tabell 24 24: Fremtidige avskrivninger basert på utvikling i anleggsmidler.

Gjeld betraktes som serielån med 30 år nedbetaling og gjennomsnittlig lånerente på 4,5% som etablert i avsnittet om kapitalkostnad tidligere.

År	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Gjeld	741 216	1 866 000	4 386 000	9 111 000	8 807 300	8 503 600
Avdrag	24 707	62 200	146 200	303 700	303 700	303 700
Gjeldsrenter	33 354	83 970	197 370	409 995	396 328	382 662

Tabell 25 25: Prognose av fremtidig gjeldsutvikling for Salmon Evolution

Prognose for annen driftskostnad er ikke mulig å estimere med sikkerhet, da den basert på historiske regnskapstall har variert svært mye fra år til år for selskapet. Salmon Evolution har heller ikke operert med positivt resultat, da de ikke har produsert laks før nå. Det forventes ingen relativ økning i andre driftskostnader sammenlignet mot inntekt, men heller at disse kostnadene holder et stabilt nivå, med økning lik inflasjonsmålet på 2%.

Alle tall i (1000 NOK)

År	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Andre driftskost.	66 848	68 184	69 548	70 939	72 357	73 804

Tabell 2626: Salmon Evolutions utvikling av andre driftskostnader

6.3 Estimert fri kontantstrøm og terminalverdi

Salmon Evolutions frie kontantstrøm er et produkt av resultatet, etter diverse justeringer av inntekter og kostnader som ikke er sammenfallende med inn- og utbetalinger som nevnt innledningsvis. På bakgrunn av estimater av kostnads- og inntjeningsutvikling vil kontantstrømmen de neste 5 år etter våre beregninger og selskapets egne prognoser kunne være som følger:

Alle tall i (1000 NOK)

År	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Salgsinntekt	325 376	684 773	698 469	1 368 056	1 743 157	1 778 020
Varekostnad	-211 494	-376 625	-349 234	-615 625	-784 420	-800 109
Lønnskostnad	-162 688	-239 670	-209 540	-342 014	-348 631	-177 802
Andre driftskostnader	-66 848	-68 184	-69 548	-70 939	-72 357	-73 804
Driftsresultat	-115 654	294	70 147	339 478	537 749	726 305
Avskrivninger	-6 523	-11 773	-23 492	-45 459	-45 300	-45 139
Resultat f skatt	-122 177	-11 479	46 655	294 019	492 449	681 166
Skatt (22%)	26 878	2 525	-10 264	-64 684	-108 338	-149 856
Resultat e skatt	-95 299	-8 954	36 391	229 335	384 111	531 310
Avskrivninger	6 523	11 773	23 492	45 459	45 300	45 139
Fri kontantstrøm	-88 776	2 819	59 883	274 794	429 411	576 449

Tabell 2727: Prognostisert kontantstrømoppstilling for Salmon Evolution

Det er stor usikkerhet knyttet til terminalverdi uansett selskap i oppstartsfasen, spesielt for selskaper i en ny bransje med annen teknologi, kostnadsstruktur osv. For å kunne utarbeide et hensiktsmessig estimat, vil Gordon's formel benyttes i besvarelsen. Formelen tar for seg nåverdien av en uendelig fri kontantstrøm, og benytter derav avkastningskravet vi tidligere utarbeidet til å være 6,12% i kombinasjon med en faktor som skal representere selskapets årlige vekst i fri kontantstrøm fra 2028 og framover i «evig tid». Formelen er som følger.

$$\text{Terminalverdi} = \frac{CF}{r - g}$$

Hvor:

CF = Estimert kontantstrøm i 2028

r = WACC 6,12%

g = vekstfaktor 0,8%

År	2023	2024	2025	2026	2027	2028	Gjennomsnitt
Estimerte driftsinntekter	325 376	684 773	698 469	1 368 056	1 743 157	1 778 020	
Vekst i %	582,4%	110,4%	2%	95,9%	27,4%	2%	136,68%

Tabell 28: Estimerte fremtidige driftsinntekter for Salmon Evolution

Gjennomsnittlig årlig forventet vekst de neste 6 årene er estimert til å være 136,68%, dette skyldes selskapets nyetableringer framover og kraftig økning i slaktevolum fra år til år. Det vil være urimelig å forvente at selskapet fortsetter en slik vekst i evig tid framover. Verdien av g kan heller ikke overstige det estimerte avkastningskravet på 6,12%. Vekstraten bør også justeres i forhold til både inflasjonsmålet og generell økonomisk vekst i Norge. En g som er høyere vil føre til at selskapet ender opp som det største i verden, noe som er urealistisk å forvente. Inflasjonsmålet ved nåværende tidspunkt er fastsatt til 2% av Norges Bank. Gjennomsnittlig vekst i Norges BNP de siste 10 årene har vært 1,61%. Vi har derfor valgt å fastsette g til 0,8% i denne verdsettelsen etter en rimelighetsvurdering av verdiøkningen til selskapet i Steady State. Terminalverdien innebærer med andre ord stor usikkerhet, noe vi kommer nærmere inn på i sensitivitetsanalysen gjennom justering av avkastningskravet til investeringen.

Salmon Evolutions terminalverdi er som følger:

$$t = \frac{576449000}{1,0612^6 * (0,0612 - 0,008)} = 7\,586\,925\,333$$

7. Fundamental verdsettelse

Den fundamentale verdsettelsen av et selskap tar sikte på å bestemme nåverdien av selskapets fremtidige kontantstrøm. Denne utarbeides av historiske regnskapstall og prognoser sammen med en terminalverdi for framtidig kontantstrøm gitt ved Gordon's formel. Verdiene fordeles så på antall aksjer, og gir en aksjekurs som reflekterer den fremtidige forventede verdien av en eierandel i selskapet hvor det er tatt høyde for kvantitative risikofaktorer (White, 2022).

Den fundamentale verdsettelsen er altså svært grundig med tanke på regnskapsmessige forventninger, med vurderinger for fremtiden gjort av beste skjønn basert på Salmon Evolutions historikk.

Svakheten med den fundamentale verdsettelsen er at den bare i begrenset grad tar innover seg risikoer tilknyttet uforutsette hendelser, forsinkelser i utbygging, samt kvalitative faktorer som ledelseskvalitet og lignende.

7.1 Verdsettelse etter DCF metoden

$$\begin{aligned} & -\frac{88996000}{1,0612} + \frac{2819000}{1,0612^2} + \frac{59883000}{1,0612^3} + \frac{274794000}{1,0612^4} + \frac{429411000}{1,0612^5} + \frac{576449000}{1,0612^6} \\ & + \frac{576449000}{(1,0612^6) * (0,0612 - 0,008)} = 8\,495\,255\,752 \end{aligned}$$

7.2 Sensitivitetsanalyse

Usikkerhet og risiko er to momenter som knyttes tett sammen ved verdsettelse av selskaper, og Salmon Evolution er ikke et unntak. Avkastningskravet som er brukt i denne verdsettelsen er i stor grad basert på historiske svingninger i aksjekursen, et meget generelt risikotillegg for Oslo Børs fastsatt av PwC, og rentenivåer som kan endres på ethvert tidspunkt. Videre er fremtidige kostnader og inntekter estimater basert på tall fra havoppdrettsbransjen, og de faktiske tall vil kunne avvike i stor grad fra prognosene utarbeidet i kapittel 6.

En sensitivitetsanalyse kan ta for seg både positive og negative avvik, men de negative avvikene utgjør et bedre mål på risikoen ved investeringen ettersom man illustrerer hvor mye investoren taper i et scenario, heller enn meravkastningen.

7.2.1 Sensitivitet for økning i avkastningskrav

I den første delen av sensitivitetsanalysen skal vi analysere hvordan aksjekursen endrer seg ved en økning avkastningskravet til totalkapitalen. Totalkapitalens avkastningskrav består av en rekke komponenter som kan endre seg i Salmon Evolutions levetid. Selskapets egenkapitalandel, gjeldsrenter, krav til avkastning på egenkapital og markedets risikopremie er alle variabler som er med på å bestemme og endre den vektete gjennomsnittlige kapitalkostnaden. Ved en endring i WACC vil beregnet aksjekurs bli som følger:

WACC	Beregnet aksjekurs
4,12%	42,33
8,12%	16,82
10,12%	12,39
12,12%	9,36

Tabell 2929: Fremstilling effekten av endringer WACC for aksjekursen til Salmon Evolution

Som vist i utregningene over vil en økning i totalkapitalens kostnad medføre et ikke ubetydelig kursfall, hvor beregnet aksjekurs er 16,82 NOK for en økning i kapitalkostnaden på 2% og 12,39 NOK for en økning på 4%. Ved begge scenarioene er beregnet verdi av selskapet med andre ord høyere enn dagens aksjekurs tilsier, og selv en investor med høyere avkastningskrav vil være tilbøyelig til å investere i Salmon Evolution.

7.2.2 Sensitivitet for kontantstrømmer under forventet nivå

Salmon Evolution har selv uttrykt en strategisk plan i sine kvartalsrapporter, og planlagt slaktevolum på de ulike anleggene. I verdsettelsen er denne planen antatt å stemme, men som nevnt innledningsvis kan det også her forekomme relativt store avvik som kan påvirke selskapsverdien og beregnet aksjekurs betydelig. Det vil følgelig utarbeides en beregning av aksjekurs ved et negativt avvik på selskapets frie predikerte kontantstrøm på 50, 30 og 10%:

Avvik fri kontantstrøm	Aksjekurs
-50%	12,24
-30%	17,23
-10%	19,75

Tabell 3030: Sensitivitetsanalyse av negative avvik i fri kontantstrøm for aksjekurs

Man ser i likhet med økning av avkastningskravet for Salmon Evolution at de er relativt robuste mot negative avvik i fremtidige kontantstrømmer, noe som er spesielt positivt for en risikoavers investor.

7.2.3 Sensitivitet for etablering av grunnrenteskatt

Den siste faktoren det foretas sensitivitetsanalyse for er en etablering av grunnrenteskatt på kontantstrømmen for alle havbaserte og landbaserte lakseoppdrettere. En etablering av denne skatten vil ikke ha en særlig stor effekt i de nærmeste årene for Salmon Evolution ettersom deres slaktevolum ikke er over bunnfradraget til å begynne med. Grunnrenteskatten vil imidlertid få store utslag når forventet inntjening er høyere og for terminalverdien. Denne kontantstrømskatten vil med andre ord være av stor betydning for selskapets verdi dersom den blir etablert med de satser og bunnfradrag skissert av regjeringen i dag.

En etablering av grunnrenteskatt får følgende effekt for Salmon Evolution:

Alle tall i (1000 NOK)

	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Res før skatt	122 177	11 479	46 655	294 019	492 449	681 166
Selskapsskatt			10 264	64 684	108 338	149 856
Bunnfradrag	54 000	55 080	56 182	57 305	58 451	59 620
NTO GR.RENTEINNTEKT				172 030	325 660	471 690
Grunnrenteskatt				88 251	167 063	241 977

Tabell 3131: Beregning av fremtidig grunnrenteskatt Finansdepartementet, 2022)

Ny kontantstrøm inklusive grunnrenteskatt:

$$\text{Aksjepris} = \frac{4.980.473.759kr}{345.754.822} = \mathbf{14.4kr}$$

7.2.4 Konklusjon sensitivitetsanalyse

I den fundamentale verdsettelsen har vi fått en aksjekurs som er tre ganger så høy som aksjekursen 31.1.2022. Det kan være flere årsaker til dette. For det første kan markedet se en

mye høyere risk knyttet til aksjen enn det vi har hensyntatt. For det andre har vi basert våre tall på tidligere kvartalsrapporter og fremtidige planer som SALMON Evolution selv har fremlagt. Å basere tall på en slik måte, kan føre til en svært ambisiøs verdsettelse ettersom selskapet ønsker å sette seg i et så godt lys som mulig. Det er viktig å påpeke at fremtiden ikke nødvendigvis er så lys som vi har kommet frem til å analysen. Salmon Evolution er et nyetablert selskap og det er mye uforutsett som kan oppstå både internt i selskapet og i markedet. Derfor har vi valgt å se på hvordan aksjekursen endrer seg dersom vi øker WACCen samt reduserer kontantstrømmene, i tillegg til å betrakte en eventuell grunnrenteskatt.

8. Komparativ verdsettelse

Det er som oftest hensiktsmessig å benytte seg av ulike metoder ved verdsettelse av et selskap. På den måten oppnår man et mer helhetlig bilde av selskapets verdi. Vi skal derfor utføre en komparativ, ellers kalt markedsbasert verdsettelse som et tillegg til DCF-metoden. I den sammenheng har vi valgt å bruke P/B, P/S og EV/kg multiplikatorene. Bruk av multiplikator gjør det enklere å sammenligne selskaper da forholdstallene beregnes ut ifra markedsverdi og selskapsverdi. En markedsbasert verdsettelse er såpass gunstig, da markedet har allerede bestemmer verdien av selskapet basert på forventninger. Ved gjennomføring er det essensielt å finne relevante aktører innen samme bransje man kan sammenligne med. Landbasert oppdrett er en forholdsvis ny bransje og Salmon Evolution anses som den ledende aktøren. Av den grunn har vi valgt å bruke flere tradisjonelle aktører i lakseoppdrett av varierende størrelse i tillegg til den største nåværende landbaserte konkurrenten, Atlantic Sapphire.

8.1 P/B - Price / Book

Price-to-Book, også kalt P/B, er en finansiell multiplikator som viser forholdet mellom et selskaps markedsverdi og dets bokførte verdi (McClure, 2022). Vi regner ut multiplikatoren ved å dele aksjekursen på bokført verdi per aksje. P/B er sådan en indikator på om et selskap er overvurdert eller undervurdert. Høy P/B tyder på at investorer er villig til å betale i overkant høy pris for aksjen og har dermed høye forventninger til framtidig inntjeningsevne hos selskapet.

Alle tall i million NOK per 31.12.22	Aksjepris	Bokført verdi pr aksje	P/B
Salmon Evolution ASA	8,89	4,45	
Atlantic Sapphire ASA	6,78	24,16	0,28
Grieg Seafood ASA	85,99	49,55	1,74
P/F Bakkafrost	621,49	213,05	2,92
SalMar ASA	359,66	114,34	3,15
Leroy Seafood ASA	54,71	30,56	1,79
Mowi ASA	164,65	60,58	2,72
<i>Gjennomsnitt konkurrent</i>			1,88

Tabell 3232: P/B for Salmon Evolution og deres konkurrenter

Beregnet gjennomsnitt kan videre brukes til å estimere aksjeprisen ved å multiplisere med Salmon Evolutions bokført verdi. Dette gir oss en aksjekurs på 8,37 NOK, noe som foreligger svært nært den virkelige verdien. Det tilsier at aksjen er rettmessig priset i forhold til markedet.

8.2 P/S - Price / Sales

P/S, eller Price-to-Sales er den andre finansielle multiplikatoren vi skal benytte oss av i verdsettelsen. Forholdstallet sier noe om forholdet mellom selskapets børsverdi og deres inntjening. En høy P/S indikerer at markedet har høye forventninger til selskapets framtidige inntektsvekst, mens et lavt forhold tilsier lavere forventninger (Hargrave, 2022). Vi kan bruke P/S til å estimere aksjeprisen, og ratioen er spesielt nyttig hos verdsetting av selskap som går med underskudd, slik som henholdsvis Salmon Evolution.

Alle tall i million NOK per 31.12.22	Markedsverdi	Salgsinntekt	P/S
Salmon Evolution ASA	2 859,39	325,38	
Atlantic Sapphire ASA	1 138,77	153,33	7,43
Grieg Seafood ASA	8 916,94	7 037,58	1,27
P/F Bakkafrøst	36 150,89	9 418,24	3,87
SalMar ASA	55 849,46	18 424,95	3,03
Leroy Seafood ASA	32 603,32	26 050,87	1,26
Mowi ASA	85 793,65	49 588,49	1,74
<i>Gjennomsnitt</i>			<i>3,10</i>

Tabell 3333: P/S for Salmon Evolution og deres konkurrenter

Ved å multiplisere gjennomsnittlig P/S blant konkurrenter med Salmon Evolutions salgsinntekt og deretter dele på utestående aksjer finner vi aksjeprisen. Salmon Evolution har ikke startet full produksjon per 31.12.2022 og salgsvolumet for året vil ikke være representativt for deres markedsverdi. Vi har derfor valgt å benytte oss av estimert salgsinntekt for kommende år. Av dette finner vi en aksjepris på 2,92 NOK, noe som er vesentlig lavere enn de virkelige verdiene og indikerer at aksjen er overpriset. Likevel er SALME et selskap i vekst og slaktet sin første batch av laks i siste kvartal 2022. Differansen mellom virkelig aksjekurs og estimatet av P/S multipliseringen tyder på at investorer har tro på framtidig økning i salgsinntekt, noe som vil være en rimelig antagelse for et selskap i etableringsfasen.

8.3 EV / kg – Enterprise Value / Slaktevolum

Enterprise value-to-kg (EV / kg) er en finansiell multiplikator ofte brukt i oppdrettsbransjen som sammenlikner bedriftens selskapsverdi (enterprise value) med slaktevolum (Berge, 2013). Konsernverdien er en finansiell måling av selskapets totale verdi, som inkluderer markedsverdien av aksjeverdier og gjeld, samt verdier som selskapet eier. EV / kg er nyttig for investorer i oppdrettsbransjen, da det antyder forholdet mellom produksjonsnivå og selskapsverdien. Et lavt forhold antyder i generell forfatning at selskapet kan være undervurdert, og har potensiale for prisøkning. Omvendt kan et høyt tall i forhold til markedet tyde på en overvurdering av selskapet.

Alle tall i 1000 NOK per 31.12.22	Enterprise value	Slaktevolum (tonn)	EV/kg
Salmon Evolution ASA	2 913,17	340	
Atlantic Sapphire ASA	1 569,12	2267	692,16
Grieg Seafood ASA	10 686,24	84 697	126,17
P/F Bakkafrost	40 252,63	90 603	444,27
SalMar ASA	64 808,46	193 700	334,58
Leroy Seafood ASA	39 848,01	174 629	228,19
Mowi ASA	104 689,44	463 635	225,80
<i>Gjennomsnitt</i>			<i>341,86</i>

Tabell 3434: EV/Kg for Salmon Evolution og deres konkurrenter

Ved å multiplisere gjennomsnittlig EV/kg blant konkurrenter med SALMES slaktevolum finner vi estimert selskapsverdi. Ved å deretter trekke fra netto rentebærende gjeld finner vi fram til selskapets markedsverdi. Dette tallet delt med antall utestående aksjer gir oss en estimering av selskapets aksjepris. På basis av at Salmon Evolution utførte sitt første slakt i Q4 2022, og forventes å øke sin produksjon i løpet av 2023 ved fullføring av Fase 1 Indre Harøy vil ikke nåværende slaktevolum være representativt for selskapets verdi. Vi har derfor valgt å bruke forventet volum for 2023 i våre kalkulasjoner. Resultatet viser en aksjepris på 6,93 NOK, noe som er nær den virkelige verdien og tyder på at investorer er optimistiske for SALMEs framtidige kapabilitet til å levere laks på høyere nivå enn per dags dato.

Gjennomsnittlig EV / kg	341,86
* Slaktevolum	7900
= Estimert EV	2 700 694
- Netto rentebærende gjeld	302 990
= Markedsverdi	2 397 704
/ Utestående aksjer	345 755
= Pris per aksje	6,93
Alle tall i 1000 NOK	

Tabell 35: Utregning av aksjekurs basert på EV/Kg

8.4 Oppsummering av multipler

Multipl	Aksjepris
P/B	NOK 8,37
P/S	NOK 2,92
EV/kg	NOK 6,93
Gjennomsnitt	NOK 6,07

Tabell 36: Oppsummering aksjekurs per multipl

Basert på bruk av ulike multipler fant vi aksje priser som strekker seg fra 2,92 på det laveste til 8,37 på det høyeste. Snittet av disse legger seg på 6,07 NOK, der virkelig aksjepris per 31.12.22 var 8,89. Dette tyder totalt sett på at aksjen er overpriset basert på en komparativ verdsettelse. Vi har i denne verdsettelsen likevel brukt estimer og antatt hypotetiske tall for salgsinntekt og slaktevolum. Salmon Evolution er i tillegg et vekst-selskap og det er ikke utenkelig for investorer å prise aksjen høyere i tro om framtidig utvikling.

9. Konklusjon

Salmon Evolution er på god vei til å etablere seg som en stabil aktør i oppdrettsbransjen. Selskapet har satt fotfeste som en pioner for landbasert oppdrett og har hatt en mer stabil økonomisk utvikling enn konkurrentene. Landoppdrett er en ny sektor i bransjen og har skapt usikkerhet hos andre etablerere. Foreløpig er det kun et fåtall andre selskaper som driver med landoppdrett. Som første profitable selskap i Norge har Salmon Evolution mulighet til å bli en utfordrer til de store konvensjonelle selskapene.

Den strategiske analysen viser at etterspørselen etter laks ikke har endret seg bemerkelsesverdig de siste ti årene. Svekkelse i kronkurs og økning i laksepris har vært hoveddrivverket som har ført til at verdien av den eksporterte laksen har økt som den har gjort. Av den grunn vil det være sannsynlig at verdiveksten avtar over tid.

De siste årene har det politiske presset angående mer bærekraftig produksjon økt. Ved å kunne etablere en effektiv produksjon på land som utelukker problemstillingene i konvensjonelt oppdrett, vil det skape et varig konkurransefortrinn for Salmon Evolution. Videre vil det også bli svært interessant å se hvordan grunnrenteskatten vil påvirke næringen i de kommende årene.

Når det kommer til regnskapsanalysen, har vi sett en positiv utvikling i lønnsomheten til Salmon Evolution. Naturlig nok hadde Salmon Evolution negative lønnsomhetstall i oppstartsfasen ettersom inntektene er forventet å komme mange år frem i tid, samt oppstandelse av en rekke etableringskostnader. Det er likevel ikke særlig relevant å legge for stor vekt på nøkkeltallene som omfatter lønnsomhet med tanke på at selskapet er i en tidlig fase. Når det kommer til selskapets finansiering og soliditet er det bemerkelsesverdig at de nyetablerte selskapene har høyere EK-andel og lavere gjeldsgrad enn de konvensjonelle selskapene. Dette vil trolig jevne seg ut i fremtiden dersom landoppdrett viser seg å være en sektor i bransjen som er profitabel over tid.

I tillegg til den fundamentale verdsettelsen utførte vi også en komparativ verdsettelse for få en dypere innsikt i verdien av selskapet. I den komparative verdsettelsen brukte vi ulike multipler for å sette en aksjekurs for selskapet. Samtlige verdier vi fant i analysen var lavere enn i den fundamentale verdsettelsen. Dette skyldes at verdiene til Salmon Evolution ligger frem i tid. Den komparative verdsettelsen tar ikke høyde for vekst og aksjekursen vil derfor bli betydelig lavere enn dersom vi bruker fundamental verdsettelse som tar høyde for veksten.

Vi mener derfor at aksjeverdiene vi har fått ved bruk av multiplikatorer gir en feilaktig verdi av aksjeprisen.

I den fundamentale verdsettelsen har vi fått en aksjekurs som er tre ganger så høy som aksjekursen 31.1.2022. Det kan være flere årsaker til dette. For det første kan markedet se en mye høyere risiko knyttet til aksjen enn det vi har hensyntatt. For det andre har vi basert våre tall på tidligere kvartalsrapporter og fremtidige planer som Salmon Evolution selv har fremlagt. Å basere tall på en slik måte, kan føre til en svært ambisiøs verdsettelse ettersom selskapet ønsker å sette seg i et så godt lys som mulig.

Vi konkluderer dermed at verdien til egenkapitalen per aksje, per 31.12.2022, er pålydende 24,7NOK.

Basert på vår verdsettelse kan vi konkludere med at aksjen til Salmon Evolution er betydelig undervurdert per 31.12.2022.

10. Oppgavekritikk

Vår verdsettelse av Salmon Evolution ASA er hovedsakelig basert på en fundamental verdsettelse med vekting på historiske kontantstrømmer, samt fremtidige predikasjoner. Dette kan føre til svakheter samt skape større rom for fallgruver i verdsettelsen.

Salmon Evolution er et relativt nytt selskap, dette medbringer mangler i historiske inntjening og regnskap. Det har derfor blitt sett på som nødvendig å foreta antagelser og ta i bruk fremtidige prognoser i verdsettelsen. Dette sammen med en veldig optimistisk fremgangsmåte, har vi predikert kontantstrømmer vi anser som riktig. Kontantstrømmene er vektet tungt på fremtidige mål og veipunkter Salmon Evolution har sett for seg.

Med historiske økninger i inntekt på over 1000% fra 2020 til 2021, ville det blitt for vanskelig å fastsette en solid kontantstrøm kun basert på historiske kostnader. Det ble sett på som vesentlig å bruke fremtidige prognoser og investeringer Salmon Evolution forventer å foreta, for å danne det beste grunnlaget for den fundamentale verdsettelsen.

Sensitivitetsanalysen har elementer som tar inn begrensninger til utregning av fremtidig kontantstrømmer, for å aktualisere mulige avvik.

Vi har valgt å ta utgangspunkt i tall fra Salmon Evolutions kvartalsrapporter og analyser for å komme frem til de fremtidige inntektene og kostnadene. Dette kan være en fallgrube ettersom selskapet ønsker å sette seg selv i et godt lys. Dette kan føre til ambisiøse tall.

Med baktanke i dette vil vår aksjeverdi avhenge vesentlig av fremtidige mål og predikasjoner, altså vekstfaktor g . Det er store muligheter for at Salmon Evolution ikke når de predikerte målene, eller at andre faktorer bidrar til en uventet stagnering i vekst. Noe som kan bidra til en endring i aksjeprisen.

11. Referanser

- (u.d.).
- Amar, A. (2023). *Datarails*. Retrieved from <https://www.datarails.com/profitability-analysis-guide/>
- Artec Aqua. (2023). *Systemløsninger*. Hentet fra Artec Aqua: <https://www.artec-aqua.no/systemlosninger/>
- Berge, A. (2013). *Mest laks for pengene*. Hentet fra iLaks: <https://ilaks.no/mest-laks-for-pengene/>
- Bisnode. (2021). *Hva betyr de ulike nøkkeltallene?* Hentet fra soliditet: <https://www.soliditet.no/dokumenter/nokkeltall.pdf>
- Bøhren, L. (2021). *Lerøy vurderer landbasert lakseproduksjon i Norge*. Hentet fra e24: <https://e24.no/boers-og-finans/i/Gajbn6/leroey-vurderer-landbasert-lakseproduksjon-i-norge>
- DigitalNorway. (2022). *Porters fem krefter: Slik gjør du en konkurrent-analyse*. Hentet fra DigitalNorway: <https://digitalnorway.com/porters-fem-krefter-slik-gjor-du-en-konkurrentanalyse/>
- DN. (2023). *Landbasert oppdrett utfordrer laksebransjen: – Målet er å komme under 30 kroner kiloen*. Hentet fra Dagens Næringsliv: <https://www.dn.no/havbruk/landbasert-oppdrett/laks/terje-mikalsen/landbasert-oppdrett-utfordrer-laksebransjen-malet-er-a-komme-under-30-kroner-kiloen/2-1-1406807>
- Experian. (2023). *Hva vet du om dine konkurrenter?* Hentet fra <https://www.experian.no/foretag/analys-och-beslut/advanced-analytics/bransjeanalyse>
- Fernando, J. (2022). *Return on Equity*. Hentet fra Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/r/returnonequity.asp>
- Finance, B. D. (2023). *Blume Method*. Hentet fra Breaking Down Finance: <https://breakingdownfinance.com/finance-topics/performance-measurement/blume-method/>
- Finansdepartementet. (2022, September 28). *Grunnrenteskatt på havbruk*. Hentet fra Regjeringen.no: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/grunnrenteskatt-pa-havbruk/id2929113/>
- Finanseksperter. (2020). *Totalkapitalrentabilitet*. Hentet fra Finanseksperter: <https://finanseksperter.no/totalkapitalrentabilitet/>
- Fiskeribladet. (2019). *Ikke nok arbeidskraft til mer videreforedling av laks i Norge*. Hentet fra Fiskeribladet : <https://www.fiskeribladet.no/nyheter/-ikke-nok-arbeidskraft-til-mer-videreforedling-av-laks-i-norge/2-1-519669>
- Fiskeridirektoratet. (2022). *Akvakulturstatistikk: matfiskproduksjon av laks, regnbueørret og ørret*. Hentet fra Fiskeridirektoratet: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tall-og-analyse/Akvakulturstatistikk-tidsserier/Laks-regnbueoerret-og-oerret/Matfiskproduksjon>
- Fiskeridirektoratet. (2023). *Rømmingsstatistikk*. Hentet fra Fiskeridirektoratet: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tall-og-analyse/Roemningsstatistikk>
- FN. (2023). *Befolkning, migrasjon og urbanisering*. Hentet fra FN-Sambandet: <https://www.fn.no/tema/fattigdom/befolkning>
- Hammertrø, H. (2015). *Utvelgelse, analyse og konklusjoner*. Hentet fra Revregn: <https://www.revregn.no/asset/pdf/2015/5-20-8.pdf>
- Hargrave, M. (2022). *Price-to-Sales (P/S) Ratio: What It Is, Formula To Calculate It*. Hentet fra Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/p/price-to-salesratio.asp>

- Hayes, A. (2022). *Operating Margin*. Hentet fra Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/o/operatingmargin.asp>
- Ida Nervik Hjelseth, S. S. (2017). *Hva påvirker bedriftenes investeringsbestlutning*. Norges Bank.
- iLaks. (2022). *Vellykket første slakting for Salmon Evolution*. Hentet fra ilaks.no: <https://ilaks.no/vellykket-forste-slakting-for-salmon-evolution/>
- Innovasjon. (2021). *Hvilke eksterne drivkrefter påvirker bedriften?* Hentet fra Digital Norway: <https://digitalnorway.com/pestel-analyse/>
- Intrafish. (2022). *Norway is still by far the largest producer of salmon in the world, but there have been some changes*. Hentet fra Intrafish: <https://www.intrafish.com/salmon/there-is-a-new-ranking-of-the-worlds-15-largest-farmed-salmon-producers/2-1-1371739>
- Jurevicius, O. (2022). *VRIO Framework Explained*. Hentet fra Strategic Management Insight: <https://strategicmanagementinsight.com/tools/vrio/>
- Kenton, W. (2022). *SWOT Analysis: How To With Table and Example*. Hentet fra Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/s/swot.asp>
- Knudsen. (2023a). *Salmon Evolution venter lønnsom laks på land: – Ikke en eneste lus*. Hentet fra e24: <https://e24.no/hav-og-sjoemat/i/jlm91A/salmon-evolution-venter-loennsom-laks-paa-land-ikke-en-eneste-lus>
- Knudsen. (2023b). *Sjømateksporten faller videre til det laveste siden 2006*. Hentet fra e24: <https://e24.no/hav-og-sjoemat/i/mQz27p/sjoemateksporten-faller-videre-til-det-laveste-siden-2006>
- Knudsen, C. (2022). *Tallslipp fra lakse gigantene: Milliardutbytte og skatt i fokus*. Hentet fra e24: <https://e24.no/hav-og-sjoemat/i/zEExj4/tallslipp-fra-lakse-gigantene-milliardutbytte-og-skatt-i-fokus>
- Laksefakta. (2021). *Norske regler for miljø og oppdrett*. Hentet fra Laksefakta: <https://laksefakta.no/laks-og-miljo/norske-regler-for-miljo-og-oppdrett/>
- Lerøy Q4. (2022). *Delårsrapport*. Hentet fra leroy: <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02--documents/rapporter/kvartalsrapporter/2022/lsg-q4-22-rapport.pdf>
- McClure, B. (2022). *Using the Price-to-Book (P/B) Ratio to Evaluate Companies*. Hentet fra Investopedia: <https://www.investopedia.com/investing/using-price-to-book-ratio-evaluate-companies/>
- Mikkelsen, E. (2023). *Kostnader*. Hentet fra Bærekraft i Havbruk: <https://www.barentswatch.no/havbruk/kostnader>
- Misund, B. (2023, Januar). *Fiskeoppdrett*. Hentet fra SNL: https://snl.no/fiskeoppdrett#-Næringens_struktur_i_Norge
- Naturvernforbundet. (2020). *Oppdrett*. Hentet fra Naturvernforbundet: <https://naturvernforbundet.no/laer-mer/hav-og-strand/oppdrett/>
- NHO. (2022). *Veikart for havbruksnæringen*. Hentet fra https://www.norskindustri.no/siteassets/dokumenter/rapporter-og-brosjyrer/veikart-havbruksnaringen_f41_web.pdf
- Norge, F. (2023). *Nibor*. Hentet fra Finans Norge: <https://www.finansnorge.no/nibor>
- Norges Bank. (2023). *Kurser og renter - statsgjeld*. Hentet fra Norges Bank: <https://www.norges-bank.no/tema/Statsgjeld/statsgjeld-lan/>
- Norges Sjømatråd. (2021). *Nøkkeltall presenterer den siste statistikken for norsk eksport av sjømat i grafer og tabeller*. Hentet fra Seafood: <https://seafood.no/markedsinnsikt/nokkeltall/>
- NTB. (2022). *Norsk sjømat selger som aldri før*. Hentet fra e24: <https://e24.no/naeringsliv/i/7dWlmw/norsk-sjoemat-selger-som-aldri-foer>

- Nygård, A. (2022). *Salmon Evolution har slaktet den første laksen sin*. Hentet fra Intrafish: <https://www.intrafish.no/finans/salmon-evolution-har-slaktet-den-forste-laksen-sin/2-1-1347626>
- PWC. (2023). *Risikopremien i det norske markedet*. Hentet fra PWC: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html>
- Regjeringen. (2019). *Pengepolitikk*. Hentet fra regjeringen.no: https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/norsk_okonomi/pengepolitikk/id213274/
- Regjeringen. (2021). *Norsk havbruksnæring*. Hentet fra Regjeringen: <https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/fiskeri-og-havbruk/1/oppdrettslaksen/Norsk-havbruksnaring/id754210/>
- Roksvåg. (2022b). *Beta – Hvordan aksjen beveger seg i forhold til markedet*. Hentet fra finanssans.no: <https://finanssans.no/beta>
- Roksvåg, K. R. (2022a). *Avkastningskrav*. Hentet fra finanssans.no: <https://finanssans.no/avkastningskrav>
- Roksvåg, K. R. (2022c). *Systematisk og usystematisk risiko*. Hentet fra Finanssans: <https://finanssans.no/systematisk-og-usystematisk-risiko>
- Salmon Evolution. (2021a). *Salmon Evolution executes on Asia growth strategy – establishes joint venture with seafood giant Dongwon Industries*. Hentet fra Salmon Evolution: <https://salmonevolution.no/salmon-evolution-executes-on-asia-growth-strategy-establishes-joint-venture-with-seafood-giant-dongwon-industries/>
- Salmon Evolution. (2022a). *Largest shareholders*. Hentet fra Salmon Evolution: <https://salmonevolution.no/investor/share-information/largest-shareholders/>
- Salmon Evolution. (2022c). *Salmon Evolution initiates preparations for Indre Harøy phase 2 – signs Heads of Terms with Artec Aqua*. Hentet fra Salmon Evolution: <https://salmonevolution.no/salmon-evolution-initiates-preparations-for-indre-haroy-phase-2-signs-heads-of-terms-with-artec-aqua/>
- Salmon Evolution. (2022d). *Salmon Evolution launches North America expansion and increases long term production target to 100,000 tonnes*. Hentet fra Salmon Evolution: <https://salmonevolution.no/salmon-evolution-launches-north-america-expansion-and-increases-long-term-production-target-to-100000-tonnes/>
- Salmon Evolution. (2023a). *Exceptional conditions for exceptional salmon*. Hentet fra <https://salmonevolution.no/technology/>
- Salmon Evolution. (2023b, December). *About us*. Hentet fra Salmon Evolution: <https://salmonevolution.no/about-us/our-story/>
- Salmon Evolution. (2023c). *Salmon Evolution and Cargill enter strategic partnership for feed – Cargill invests USD 5 million in Salmon Evolution through a private placement*. Hentet fra Salmon Evolution: <https://salmonevolution.no/salmon-evolution-and-cargill-enter-strategic-partnership-for-feed-cargill-invests-usd-5-million-in-salmon-evolution-through-a-private-placement/>
- Salmon Evolution. (2023d). *The people behind the evolution*. Hentet fra Salmon Evolution: <https://salmonevolution.no/about-us/management/>
- Salmon Evolution. (2023e). *We are passionate about constantly using innovation to perfect our process in pursuit of a single goal: providing you with a new standard of salmon*. Hentet fra Salmon Evolution: <https://salmonevolution.no/technology/>
- Salmon Evolution Q4. (2022). *Q4 2022*. Hentet fra Salmon Evolution: <https://salmonevolution.no/wp-content/uploads/2023/02/SALME-Q4-2022-Report.pdf>
- Salmon Evolution Reports. (2023). *Reports*. Hentet fra Salmon Evolution: <https://salmonevolution.no/investor/reports/>

- Sander, K. (2021). *Hva er rentabilitet*. Hentet fra estudie.no:
<https://estudie.no/rentabilitetsanalyser/>
- Sander, K. (2023a). *Verdiskapning som konkurransefortrinn*. Hentet fra estudie.no:
<https://estudie.no/rentabilitetsanalyser/>
- Sander, K. (2023b). *SWIMA/VRIO - analyse (ressursanalyse)*. Hentet fra [estudie](https://estudie.no):
<https://estudie.no/vrio-analyse-ressursanalyse/>
- Sintef. (2020). *Oppdatert klimaregnskap for norsk sjømat*. Hentet fra [sintef](https://www.sintef.no):
<https://www.sintef.no/siste-nytt/2020/oppdatert-klimaregnskap-for-norsk-sjomat/>
- SSB. (2023). *Oppgang i eksportprisen for fersk laks*. Hentet fra Statistisk Sentralbyrå:
https://www.ssb.no/utenriksokonomi/utenrikshandel/statistikk/eksport-av-laks/artikler/oppgang-i-eksportprisen-for-fersk-laks_2311
- Statnett. (2022). *Derfor har vi prisområder*. Hentet fra Statnett: <https://www.statnett.no/om-statnett/bli-bedre-kjent-med-statnett/om-strompriser/fakta-om-prisomrader/>
- The Investopedia Team. (2022). *Porter's 5 Forces Explained and How to Use the Model*. Hentet fra Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/p/porter.asp>
- Visma. (2022). *Likviditet*. Hentet fra <https://www.visma.no/eaccounting/regnskapsordbok/1/likviditet/>
- White, R. (2022). *DCF Valuation: The Stock Market Sanity Check*. Hentet fra Investopedia: <https://www.investopedia.com/articles/stocks/08/discounted-cash-flow-valuation.asp>
- WHO. (2020). *Healthy diet*. Hentet fra World Health Organization:
<https://www.who.int/news-room/fact-sheets/detail/healthy-diet>
- Aandahl, P. (2023). *Norge eksporterte sjømat for 151,4 milliarder kroner i 2022*. Hentet fra Norsk Sjømatråd: <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/norge-eksporterte-sjomat-for-1514-milliarder-kroner-i-2022/>

