Bacheloroppgave

NTNU
Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet
Fakultet for økonomi
NTNU Handelshøyskolen

Erik Bjørvik
Gro Anett Myklebust
Runar Tuflåt

Verdsettelse av SalMar ASA/ Valuation of SalMar ASA

Semesteroppgave i finansiell styring våren 2020 (AF3015)

Bacheloroppgave i Bachelor i økonomi og administrasjon
Veileder: Denis Becker
April 2020

NTNU
Kunnskap for en bedre verden

Erik Bjørvik
Gro Anett Myklebust
Runar Tuflåt

Verdsettelse av SalMar ASA/ Valuation of SalMar ASA

Semesteroppgave i finansiell styring våren 2020 (AF3015)

Bacheloroppgave i Bachelor i økonomi og administrasjon
Veileder: Denis Becker
April 2020

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet
Fakultet for økonomi
NTNU Handelshøyskolen

NTNU
Kunnskap for en bedre verden

Forord

Vi avslutter bachelorgraden ved NTNU Handelshøyskolen med denne oppgaven. Vi har valgt temaet verdsettelse, og skriver dermed denne oppgaven på bakgrunn av vår spesialisering innen finansiell styring.

Denne oppgaven gir oss mulighet til å anvende vår kompetanse og kunnskap som vi har ervervet gjennom våre 3 år på bachelorstudiet. Vi har fått testet våre kunnskaper innen flere ulike økonomiske fagområder. Arbeidet med denne oppgaven har vært både interessant og lærerikt, da vi har måtte koble sammen flere ulike fagområder, med hovedvekt på finansielle emner, for å kunne besvare en virkelig problemstilling. Selv om arbeidet med denne oppgaven har vært krevende, sitter vi igjen med en bedre bedriftsforståelse og et resultat vi er meget fornøyd med.

Vi ønsker å rette en stor takk til vår veileder Denis Becker for gode råd og diskusjoner.

Innholdet i denne oppgaven står for forfatternes regning.

Sammendrag

Vi har i denne semesteroppgaven gått dypere inn i SalMar ASA, for å foreta en vurdering av deres nåværende verdi. Formålet med denne oppgaven har dermed vært å komme med en verdivurdering av SalMar ASA, samt komme med en kjøps-, salgs- eller hold- anbefaling til investorer.

Vi innledet oppgaven med en presentasjon av SalMar og bransjen. Videre foretok vi en strategisk analyse hvor vi benyttet PESTEL og Porter til å analysere de eksterne forholdene rundt SalMar, samt en VRIO- analyse til å analysere de interne faktorene. Dette ble oppsummert i en SWOT-analyse for å belyse SalMars muligheter og begrensninger. Videre foretok vi en regnskapsanalyse hvor vi skaffet oss et helhetlig bilde av SalMars historiske og nåværende økonomiske situasjon.
Med disse analysene i bakhodet kunne vi ta gode skjønnsmessige beslutninger videre i oppgaven.

I den fundamentale verdsettelsen benyttet vi oss av en DCF-analyse, basert på totalkapitalmetoden, og en multippelanalyse, hvor vi benyttet de fire multiplene P/E, P/B, EV/KG og EV/EBIT. Dette ga oss kursmål på henholdsvis 489,83 NOK per aksje (DCF) og 456,41 NOK per aksje (multippel). Ved en vekting på 80/20 i favør DCF analysen fikk vi et endelig kursmål for SalMar ASA på 483,15 NOK per aksje. Sammenlignet med dagens (08.04.2020) aksjeverdi på 380,90 NOK så vi en oppside på 26,84%, og opererer dermed med en kjøpsanbefaling.

Abstract

In this thesis we looked into SalMar ASA, to do an appraisal on their current value. The purpose of this thesis has been to do a valuation of SalMar ASA, and give a recommendation on whether an investor should buy, sell, or hold the equity shares of SalMar ASA.

We initiated the paper with a presentation of SalMar and the aquaculture industry. Furthermore, we executed a strategic analysis where we utilized PESTEL and Porter to analyze the external factors related to SalMar, as well as a VRIO-analysis to analyze the internal factors. This was summed up in a SWOT-analysis to clarify the opportunities and limitations SalMar had while facing the market. In the next part, we carried out a financial statement analysis where we acquired a complete picture of SalMars historical and current financial situation. With these analyses in mind, we were able to make good judgmental decisions further on in the paper.

In the fundamental valuation we applied a DCF-analysis, based on the WACC-approach and a multiple analysis where we used the four multiples P/E, P/B, EV/KG and EV/EBIT. These two valuation methods gave us a stock price of respectively 489,83 NOK (DCF) and 456,41 NOK (multiple). By weighing the DCF analysis 80% and the multiple analysis 20%, we got a final value per share of 483,15 NOK. Compared to the current stock price (08.04.2020) of 380,90 NOK, we could see a upside of 26,84%, and we are operating with a buy recommendation.

Innholdsfortegnelse

1. Innledning 1
1.1Motivasjon 1
1.2 Problemstilling 1
1.3 Avgrensing 1
1.4 Oppbygging 2
2. Selskaps- og bransjebeskrivelse 2
2.1 Oppdretterbransjen 2
2.1.1 Historie 4
2.1.2 Konkurrenter 6
2.2 Presentasjon av SalMar 7
2.2.1 Historie 7
2.2.2 Aksjeutvikling 8
3. Markedsanalyse 9
3.1 Tilbud 9
3.2 Etterspørsel 12
3.3 Covid-19 13
4. Strategisk analyse 13
4.1 EKSTERN ANALYSE 13
4.1.1 Porters bransjeanalyse 13
4.1.2 PESTEL 21
4.2 INTERN ANALYSE 26
4.3 SWOT 27
5. Regnskapsanalyse 27
5.1 Lønnsomhet 28
5.1.1 Totalkapitalrentabilitet 28
5.1.2 Egenkapitalrentabilitet 29
5.1.3 Driftsmargin 31
5.2 Finansiering og soliditet 32
5.2.1 Finansieringsgrad 1 32
5.2.2 Arbeidskapital 33
5.2.3 Gjeldsgrad 34
5.2.4 Egenkapitalandel 35
5.2.5 Rentedekningsgrad 37
5.3 Likviditet 38

5.3.1 Likviditetsgrad 1 og Likviditetsgrad 2 38
5.4 Oppsummering regnskapsanalyse 40
6. Fundamental Verdsettelse 40
6.1 Prognose av fremtidige kontantstrømmer 41
6.1.1 Driftsinntekter 41
6.1.2 Varekostnad 44
6.1.3 Lønnskostnad 45
6.1.4 Andre driftskostnader 45
6.1.5 Avskrivning 46
6.1.6 Virkelig verdijustering 47
6.1.7 Skatt 47
6.1.8 Arbeidskapital 47
6.1.9 Investering 48
6.2 Prognose av fremtidige frie kontantstrømmer 49
6.3 Terminalverdi 50
6.4 Avkastningskrav 50
6.4.1 Egenkapitalkostnad 51
6.4.2 Risikofri rente 52
6.4.3 Beta 52
6.4.4 Markedets risikopremie 54
6.4.5 Gjeldskostnad i % 54
6.4.6 WACC 55
6.5 Konklusjon Fundamental Verdsettelse 55
7. Sensitivitetsanalyse 56
8. Multippelanalyse 59
8.1 Price/Earnings 59
8.2 Price/Book 60
8.3 EV/KG 60
8.4 EV/EBIT 60
8.5 Drøfting av de ulike multiplene 61
8.6 Konklusjon multippelanalyse 62
9. Konklusjon 63
10. Kritikk 64
11. Referanseliste 65

Figurliste

Figur 2.1 Eksport i MNOK (Statistisk sentralbyrå, 2019) 3
Figur 2.2 Utvikling antall tonn villfangst og sjømat (Melkevik, 2016) 4
Figur 2.3 Utvikling antall tonn oppdrettslaks (FAO, u.å.) 5
Figur 2.4 Utvikling aksjekurs SalMar ASA (SalMar, u.å.)..... 9
Figur 3.1 Månedlig laksepris utvikling (SalMar, 2019) 10
Figur 3.2 Utvikling total slaktet mengde og andel for de 10 største aktørene (Fiskeridirektoratet, 2019) 11
Figur 3.3 oversikt over de 10 srørste eksportmarkeder for sjømat (Norges Sjømatråd, 2019) 12
Figur 4.1 Global produksjon av laks, kylling og svin (Global Salmon initative, 2020) 17
Figur 4.2 Antall kg fôr for å legge på seg 1 kg og slakteutbytte i % (Skretting Norge, 2020) .. 18
Figur 4.3 Utvikling pris fiskefôr (Berge, 2016)..... 20
Figur 4.4 Oversikt over historisk og estimert styringsrente (Norges Bank, u.å)..... 23
Figur 5.1 Historisk utvikling totalkapitalrentabilitet 29
Figur 5.2 Historisk utvikling egenkapitalrentabilitet 30
Figur 5.3 Historisk utvikling driftsmargin..... 31
Figur 5.4 Historisk utvikling finansieringsgrad 1 33
Figur 5.5 Historisk utvikling arbeidskapital..... 34
Figur 5.6 Historisk utvikling gjeldsgrad..... 35
Figur 5.7 Historisk utvikling egenkapitalandel 36
Figur 5.8 Historisk utvikling rentedekningsgrad 37
Figur 5.9 Historisk utvikling likviditetsgrad 1 og 2 39
Figur 6.1 Regresjonsanalyse Beta..... 53

Tabelliste

Tabell 2.1 Oversikt over sjømatmarkedet i Norge. (Statistisk sentralbyrå, 2019) 3
Tabell 4.1 SWOT 27
Tabell 6.1 Prognoser laksepris 42
Tabell 6.2 Utvikling slaktevolum 42
Tabell 6.3 Gjennomsnittlig avvik driftsinntekter..... 44

Tabell 6.4 Prognoser driftsinntekter 44
Tabell 6.5 Historisk utvikling varekostnader 44
Tabell 6.6 Prognoser varekostnader 45
Tabell 6.7 Gjennomsnittlig andel lønnskostnader 45
Tabell 6.8 Prognoser lønnskostnader 45
Tabell 6.9 Gjennomsnittlig andel andre driftskostnader 46
Tabell 6.10 Prognoser andre driftskostnader 46
Tabell 6.11 Gjennomsnittlig andel avskrivninger 46
Tabell 6.12 Prognoser avskrivninger 47
Tabell 6.13 Prognoser virkelig verdijustering 47
Tabell 6.14 Gjennomsnittlig endring i arbeidskapital 48
Tabell 6.15 Prognoser endring arbeidskapital 48
Tabell 6.16 Gjennomsnittlig andel investeringer 48
Tabell 6.17 Prognoser investering 49
Tabell 6.18 Prognoser fremtidige frie kontantstrømmer 49
Tabell 6.19 Beta med og uten mars Tabell 6.20 Beta konkurrenter (kilde e24 30.mars) . 53
Tabell 6.21 Gjennomsnittlig rente 55
Tabell 6.22 Beregning av WACC 55
Tabell 6.23 Beregning av markedsverdi og verdi per aksje 56
Tabell 7.1 Sensitivitetsanalyse av WACC og vekstrate (g) 57
Tabell 7.2 Sensitivitetsanalyse av laksepris og slaktevolum (Jevn årlig endring) 57
Tabell 7.3 Sensitivitetsanalyse av laksepris og slaktevolum (corona påvirkning 2020 og 2021) 58
Tabell 8.1 Multippelanalyse 61

1. Innledning

1.1 Motivasjon

Det ble tidlig bestemt at vi ville skrive en verdsettelseoppgave, da dette tester oss på flere aspekter innenfor fagområdet finans. Valget falt fort på oppdrettsselskapet SalMar. En av årsakene til at valget falt på akkurat SalMar er fordi de er en av de største aktørene innenfor sjømatnæringen og i stadig vekst. Da SalMar operer i en av de viktigste eksportnæringene i Norge, er de med på å skape mange arbeidsplasser og stimulere økonomien i landet. I tillegg er de en svært viktig bedrift for regionen Midt-Norge. Disse positive samfunnsbidragene økte vår interesse for SalMar. Vi har også sett at ulike meglerhus stadig har kommet med nye positive prognoser for SalMars kursmål, og er noe vi ville undersøke nærmere. Selskapet er notert på Oslo børs, noe som har gjort det lettere for oss å finne nyttig og troverdig informasjon til verdsettelsen.

1.2 Problemstilling

I en god problemstilling så er det tre grunnleggende elementer som skal være med, og det er at den skal være spennende, enkel og fruktbar. Når vi snakker om at den skal være fruktbar, så skal det være mulig å gjennomføre undersøkelsen på grunnlag av problemstillingen, samtidig som den skal tilføre ny kunnskap. (Jacobsen, 2015)

Problemstillingen vi har valgt er: *Hvor mye er SalMar ASA verdt?*

Vi mener at denne problemstillingen oppfyller alle elementene som skal være i en god problemstilling.

1.3 Avgrensing

Problemstillingen er med på å danne en avgrensing i denne semesteroppgaven. Da denne omhandler en verdivurdering av SalMar, vil vi i vår oppgave avgrense våre analyser og anbefalinger til å omhandle et aksjonær perspektiv. Alle avgrensninger i oppgaven er gjort som følger av begrenset tidsbruk og tilgang til informasjon.

Vi har innhentet sekundærdata fra offentlig tilgjengelige årsrapporter og kvartalsrapporter fra de respektive selskapene. Dette begrenser vår tilgang til nødvendig informasjon, og vil i så måte gjøre vurderinger rundt verdsettelsen vanskeligere.

Ved de ulike analysene har vi stort sett valgt å innhente regnskapsdata fra de 5 siste årene, da dette vil gi oss et overordnet bilde av SalMars situasjon og trender. Oppdrettsbransjen har vært i stor vekst de siste årene, og vi velger dermed å benytte et 5-årsperspektiv, da årene før dette beskriver den nåværende bransje-situasjonen svært dårlig.

Vi har valgt å avgrense SalMars konkurrenter til MOWI ASA, Lerøy Seafood Group ASA, Grieg Seafood ASA og Norway Royal Salmon ASA, da disse er mest lik SalMar ASA med tanke på finansiell struktur, størrelse, vekstmuligheter, forretningsområde og at de er notert på Oslo Børs.

1.4 Oppbygging

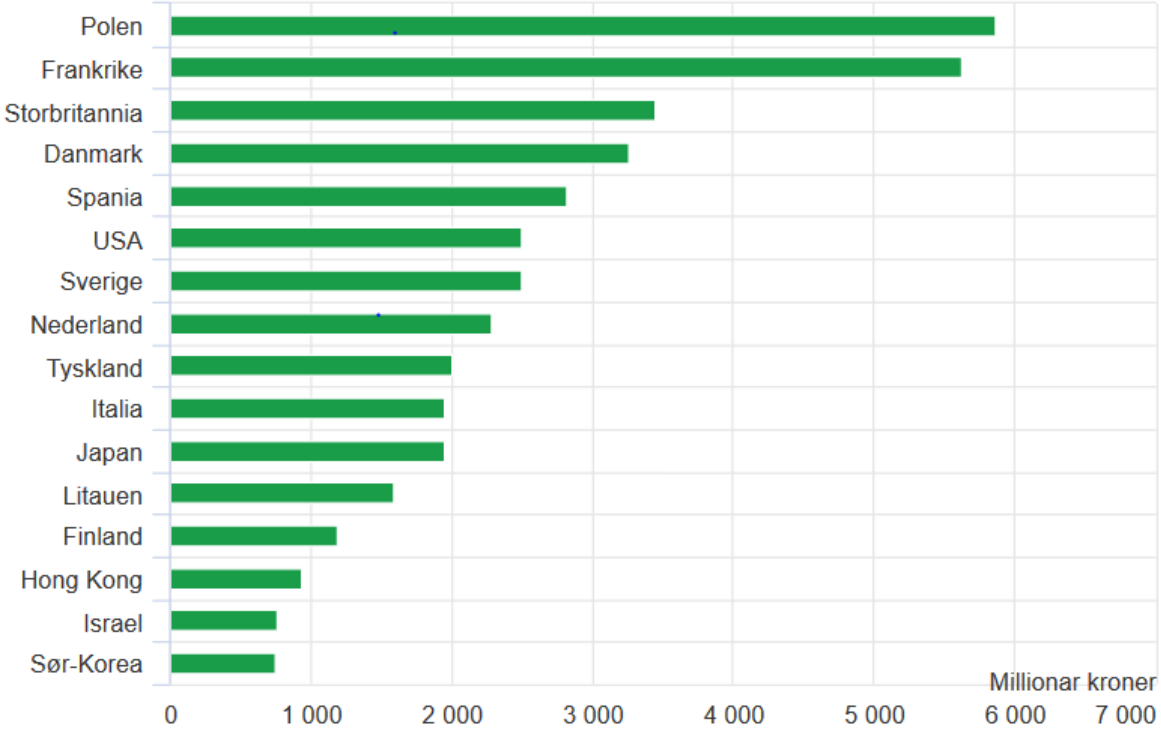
I kapittel 2 presenteres SalMar ASA og oppdrettsbransjen. Videre vil vi i kapittel 3 foreta en markedsanalyse, mens i kapittel 4 blir det gjennomført en strategisk analyse av SalMar. Deretter vil vi i kapittel 5 utføre en regnskapsanalyse, før vi i kapittel 6 gjennomfører en fundamental verdsettelse. En sensitivitetsanalyse vil bli utledet og diskutert i kapittel 7. I kapittel 8 utføres en multippelanalyse, mens kapittel 9 konkluderer. Avslutningsvis vil vi i kapittel 10 komme med kritikk til oppgaven.

2. Selskaps- og bransjebeskrivelse

2.1 Oppdretterbransjen

Sjømatmarkedet er stort i Norge, og her produseres det laks, regnbueørret, røye, torsk, kveite og skalldyr. De fleste sjømatselskapene som holder til i Norge produserer og bearbeider laks. Enkelte selskap har oppdrett av andre sjødyr i tillegg, men dette er i liten skala sammenlignet med laks. Det finnes mange oppdrettsselskaper, og SalMar er en av de fire største aktørene vi har innenfor oppdrett av laks. Det finnes flere utenlandske selskaper i tillegg til de norske, men i denne oppgaven så fokuserer vi på det norske markedet.

Det har vært en økning i etterspørselen på laks, og det er lettere å få tak i de nødvendige ressursene for å kunne drive lønnsomt. Det har vært en stor verdiskapning innenfor oppdrett av laks de siste årene, og det omsettes for store summer. Norge produserer halvparten av all laks som kommer fra oppdrett, og vi eksporterer mengder av den.



Figur 2.1 Eksport i MNOK (Statistisk sentralbyrå, 2019)

Akvakultur

	Matfisk (tonn)	Andel	Endring i prosent 2017 - 2018	Førstehåndsverdi (millioner kr)	Endring i prosent 2017 - 2018
2018					
I alt	**1 354 939**	**100,0**	**3,6**	**67 843**	**4,4**
Laks	1 282 003	94,6	3,7	64 511	4,7
Regnbueørret	68 345	5,0	2,0	3 055	-1,3
Røye	288	0,0	-15,8	20	-9,0
Torsk	:	:	:	:	:
Kveite	1 842	0,1	13,5	182	5,0
Skalldyr	1 721	0,1	-29,8	38	15,1
Andre fiskeslag	:	:	:	:	:

Tabell 2.1 Oversikt over sjømatmarkedet i Norge. (Statistisk sentralbyrå, 2019)

2.1.1 Historie

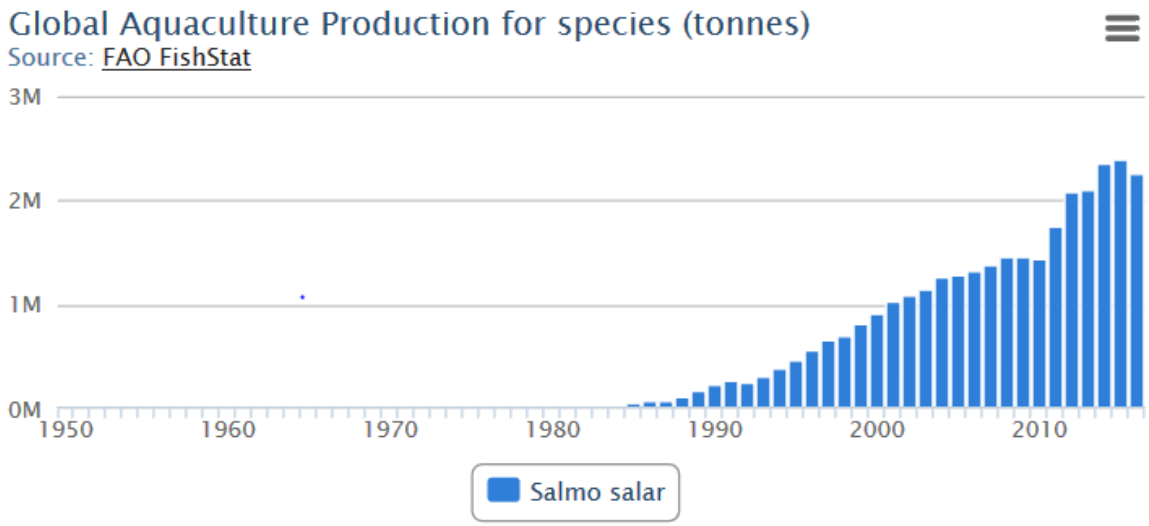
Det var kineserne som først prøvde seg på oppdrett av fisk, og det er funnet bevis på at kineserne allerede oppdrettet fisk for rundt 2500 år siden. I Europa så var det romerne som først prøvde seg på oppdrett av sjømat i form av østers. Opp igjennom årene så har det vært mange som har prøvd å bli suksessfull innenfor sjømatoppdrett, men det var først på 50-tallet det virkelig ble gjort store fremskritt innenfor oppdrettsnæringen. (Farthing, 2018)

I Norge så startet oppdrettsbransjen i det små på 50-tallet, og på 60-tallet fant brødrene Vik i Sykkylven ut at de kunne tilvenne regnbueørreten å leve i sjøvann. Dette var en milepæl innenfor det norske fiskeoppdrettet. Etter dette begynte eksperimenteringen med ulike fiskearter for å se hvilke som kunne egne seg i oppdrett. På slutten av 60-tallet satte brødrene Grøntvedt ut den første laksesmolten i sjøvann. Det var brødrene Grøntvedt som også produserte de åttekantede merdene som vi bruker i dag. Den norske lakseoppdrettsnæringen kan takke Vik og Grøntvedt for gjennombruddet vi fikk for lakseoppdrett. Deres oppdagelser og erfaringer var verdifulle i utviklingen av den norske oppdrettsnæringen.
(Misund, 2019)

Figur 2.2 Utvikling antall tonn villfangst og sjømat (Melkevik, 2016)

Grafen ovenfor viser antall tonn i villfangst og antall tonn sjømat siden 1950-tallet. Som vi ser fra grafen så har mengden vi produserer innenfor oppdrettsbransjen gått forbi villfangst.

Villfangst har ligget stabilt på rundt 90 millioner tonn i året, men nå ligger oppdrettsbransjen på rundt 100 millioner tonn. Som vi ser så har villfangst vært relativt stabil opp gjennom de siste tiårene, men oppdrettsbransjen har femdoblet seg på samme tid. Det norske oppdrettsbransjen har opplevd en formidabel utvikling fra 70-tallet og fram til i dag. Halvparten av all laks som produserer i verden, kommer fra oppdrettere i Norge. (Melkevik, 2016)



Figur 2.3 Utvikling antall tonn oppdrettslaks (FAO, u.å.)

Antallet oppdrettslaks har steget svært mye, og grafen ovenfor viser antallet oppdrettslaks som har blitt produsert i tonn. Vi ser at det begynte å stige sakte på 80-tallet, og den hadde en enorm vekst etter 2010. i 2014 så var verdensproduksjonen av laks på 2,33 millioner tonn, og Norge stod for over halvparten av dette, 1,26 millioner tonn. (Steinset, 2017)

Allerede tidlig på 70-tallet ble det krevd lisens fra de som ønsket å starte med oppdrett, og når det skulle deles ut lisenser så tok de i bruk distriktspolitiske virkemiddel. Det var ønske om å styrke kystsamfunnene og unngå at næringen ble sentralisert, da dette ville ha tappet inntektene fra lokalsamfunnene. På 80-tallet ble det delt ut mange lisenser, dette førte til flere oppdrettsanlegg og dessverre ble markedet mettet, og det ble opplevd flere konkurser grunnet synkende laksepriser. Helt fram til 1991 så kunne et foretak eie en lisens, og den som eide lisensen måtte i tillegg tilhøre lokalsamfunnet. På starten av 1990-tallet så endret dette seg, og det ble nå åpnet for nye eiere og at eksisterende selskaper kunne fusjonere. (Steinset, 2017)

2.1.2 Konkurrenter

Av MOWI's Salmon Farming Industry Handbook fra 2019 (Mowi, 2019), kommer det fram at oppdrettsbransjen har vært i stor endring. Tidligere var det mange små firmaer, mens dagens bransje er mere dominert av færre, men større firmaer. I tillegg kommer det fram at Norge står for ca. halvparten av produksjonen av Atlantisk laks i verden. Siden SalMar i hovedsak driver med produksjon av Atlantisk laks, har vi valgt å avgrense konkurrent analysen til følgende firmaer: MOWI ASA, Lerøy Seafood Group ASA, Grieg Seafood ASA og Norway Royal Salmon ASA. Disse er de største norske oppdretterne av atlantisk laks, og er dermed de som ansees som SalMars konkurrenter. De er alle børsnoterte og er de selskapene som ligger nærmest SalMar i størrelse samt drift og utvikling. Det er også verdt å kort nevne Cermaq som er den største utenlandske konkurrenten, men da Cermaq ikke er notert på Oslo Børs velger vi å ikke presentere de her.

MOWI ASA

MOWI ASA (kalt Marine Harvest fram til 1. Januar 2019) er et verdens størst oppdretts firma, samt verdens største produsent av atlantisk laks. MOWI ble opprettet i 1964, og opererer i dag i 25 forskjellige land, men hoved produksjonen foregår enda i Norge (ca. halvparten av all produksjon) (Mowi, u.å.). I 2018 produserte MOWI ca. 375 000 tonn laks noe som er ca. 1/5 av verdensproduksjonen (ca. 2 175 000) og 1/3 av den totale produksjonen i Norge (ca. 1 130 000) (Mowi, 2018). MOWI er også Norges klart største sjømatprodusent med en markedsverdi på ca.113 milliarder kroner, som er over dobbelt så mye som SalMar på andre plass med en markedsverdi på ca. 50 milliarder kroner. (Oslo Børs, 2020)

Lerøy Seafood Group ASA

Lerøy er Norges tredje største sjømatprodusent når det kommer til markedsverdi, kun slått av tidligere nevnte MOWI og SalMar (Oslo Børs, 2020). Lerøy stammer fra så langt tilbake som 1899, noe som gjør de til en av de eldste oppdretterne i landet. Deres hovedvirksomhet er markedsføring, distribusjon og salg av sjømat, samt oppdrett av laks og ørret, noe de utfører svært godt da de er en av verdens største oppdrettere av laks, dette gjør de til en direkte konkurrent av SalMar. (Mowi, 2019). Lerøy eksporterer varer til 80 ulike land verden over, samt at de har virksomhet i store deler av Norden og mange land i Europa, i tillegg til salgskontorer i USA, Japan og Kina. (Lerøy, u.å.)

Grieg Seafood Group ASA

Grieg Seafood er et noe mindre sjømatsselskap enn de overnevnte, men da deres virksomhet i all hovedsak dreier seg om oppdrett av atlantisk laks, vil de likevel være en betydningsfull konkurrent ovenfor SalMar da de er i verdenstoppen innen dette feltet (Grieg Seafood, u.å.). Grieg ble notert på Oslo børs i 2007 og står i dag oppført med en markedsverdi på ca. 12 200 MNOK.

Norway Royal Salmon ASA

Norway Royal Salmon (NRS) ble etablert i 1992, som følge av en fusjon mellom 34 mindre oppdrettere. De er i likhet med Grieg et noe mindre selskap en SalMar, MOWI og Lerøy, men også de er mere spesialisert innen oppdrett av laks, som gjør de til en konkurrent av SalMar. (Norway Royal Salmon, u.å.). Deres markedsverdi på Oslo Børs ligger i dag på ca. 9 800 MNOK.

2.2 Presentasjon av SalMar

Det norske sjømatselskapet SalMar er i dag en av verdens ledende produsenter av oppdrettslaks, og har sitt hovedkontor lokalisert på Frøya. Konsernet eier totalt 100 lisenser for marin produksjon av atlantisk laks i Norge. Disse lisensene er fordelt med 68 lisenser i Midt-Norge og 32 lisenser i Nord-Norge. SalMar eier 59% av Arnarlax som er Islands største innenfor lakseoppdrett, og 50% av Norskott havbruk AS (SalMar, u.å.). Hovedaksjonæren i SalMar er Kverva Industrier AS med en eierprosent på 52,46% (SalMar, 2020). Kverva ble grunnlagt i 1991 som et holdingselskap for SalMar, men i 2006 valgte Kverva å redusere sin eierandel i SalMar, og solgte dermed deler av SalMar til finansielle investorer. Kverva kontrolleres av Gustav Witzøe. (Kverva, u.å.)

SalMar har en visjon om å utvikle seg til å bli verdens beste oppdrettsselskap. Med en visjon som er «Passion for Salmon», har de som mål å øke sine prestasjoner ytterligere ved å sette de menneskelige interessene i sentrum, og dermed bidra til både presisjon og prestasjon i alle ledd. (SalMar, u.å.)

2.2.1 Historie

Det hele startet tilbake i 1991, da Gustav Witzøe kjøpte opp et konkursbo. Konkursboet var bestående av en konsesjon for oppdrett av laks samt slaktings- og bearbeidingsanlegg som var

beregnet på hvitfisk. SalMars hovedvirksomhet var i 1991 frossen laks, men dette skulle vise seg å endres betydelig med årene som kom. Allerede i 1992 ble det kjøpt 2 nye konsesjoner for lakseoppdrett i Midt-Norge. SalMar fortsatte å vokse i et høyt tempo, og i år 2001 utvidet de sin bedrift til å bli internasjonal gjennom en etablering med Norskott Havbruk AS sammen med Lerøy Seafood Group.

I 2005 begynte restruktureringen av SalMar, hvor de solgte ut deler av virksomheten som ikke skulle være en del av deres kjernevirksomhet. Dette var blant annet deler som omhandlet produksjon av sild, sildolje og mel. Deres fokus skulle dermed være rettet mot oppdrett slakting og foredling av laks, noe den også er den dag i dag.

Årene gikk og SalMar har gått fra å bestå av én konsesjon for oppdrett av laks i 1991 til et internasjonalt konsern bestående av totalt 100 konsesjoner i dag. Det kan trygt sies at SalMar har vært en suksesshistorie, som bidro med 25 arbeidsplasser i 1991 til å bidra med 1500 arbeidsplasser i dag. (SalMar, u.å.)

2.2.2 Aksjeutvikling

SalMar ble børsnotert 8. mai 2007 til en aksjekurs på 39 NOK per aksje. Siden børsnoteringen har SalMar hatt en eventyrlig vekst i aksjekursen, og i dag koster en aksje nærmere 406,50 NOK. Årsaken til den store veksten er den økte etterspørselen etter atlantisk laks samt den økende lakseprisen, noe som har resultert til at oppdrettsbransjen har vist seg å være en svært lønnsom bransje. Det mye omtalte viruset Covid-19 har siden årsskifte 2020 satt sitt preg på verdens børser. Samtlige aksjer har falt på grunn av den enorme frykten som henger over markedet, og SalMar er ingen unntak. Dette har ført til at SalMars aksjepris har falt med 10,50% siden årsskifte. SalMar har siden børsnoteringen gitt en annualisert avkastning på 37,70%.

Med en markedsverdi på 46 milliarder NOK utgjør SalMar 2% av den totale markedsverdien til Oslo Børs.

Figur 2.4 Utvikling aksjekurs SalMar ASA (SalMar, u.å.)

3. Markedsanalyse

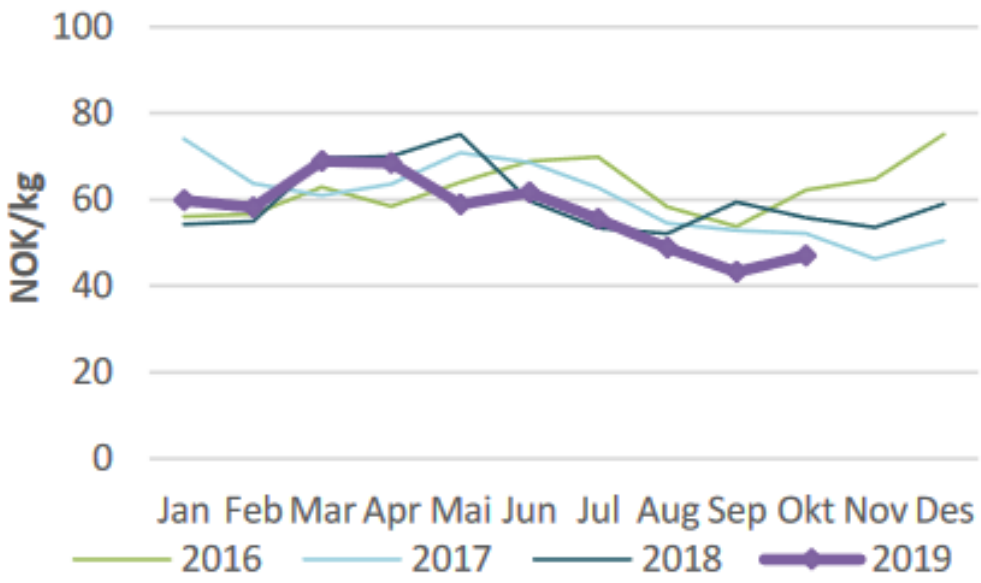
Norge eksporterer svært mye laks, tidligere i oppgaven så er det nevnt at Norge står for over halvparten av all laks som er produsert i verden. Laksenæringen er som de fleste andre næringer, påvirket av makroøkonomiske forhold. Dette kan sees på gjennom tilbud og etterspørsel, hvor laksepriser, valutakurser og andre makroøkonomiske forhold spiller en essensiell rolle.

3.1 Tilbud

Den norske laksen når ut til flere og flere mennesker, antall eksportert laks har økt fra år til år. Norge har svært mye god laks og tilby, vi var tidligere på verdenstoppen av kvalitet på laks, men etter at Færøyene startet å produsere så er det disse som nå har fått stempel som det beste (Aarre og Sævik, 2018).

Men Norge har mye laks å tilby markedet, produksjonen til SalMar har økt i Norge, Chile, Storbritannia og på Færøyene fra 2018 til 2019. Det var størst vekst på Færøyene sammenlignet med året før, det var hele 62 prosent mer av slaktet laks fra Færøyene i 2019 (SalMar 2019).

I tillegg så falt lakseprisene en god del i tredje kvartal 2019, til lave 49,71 kr per kilo. Dette er lavt i forhold til året før, der prisen var 54,82 kr per kilo.



Figur 3.1 Månedlig laksepris utvikling (SalMar, 2019)

Den norske kronen har svekket seg en del i det siste, og dette gjør at det er mer gunstig for andre nasjoner å kjøpe laks fra oss, dette gjør at SalMar blir mere konkurransedyktig.

Det er ulike forhold som påvirker tilbudet av laks, og sykdom er et av disse forholdene som kan virke negativt inn. I media så har det vært opp gjennom årene blitt nevnt ulike laksesykdommer og lakselus, og en av de siste sykdommene som har vært identifisert på laksen er infeksiøs lakseanemi (ILA) (ILaks, 2019). Dette er ukontrollerbare hendelser som kan påvirke produksjonsvolumet fra tid til en annen. For å ta et eksempel så ble det slaktet opp mot 170.000 laks ved Sandsøya i Harstad for å unngå videre smitte av ILA. Til tider blir

laksen slaktet tidligere enn forventet for å unngå sykdomsutbrudd, og da sitter en igjen med lavere slaktevekt på laksen som påvirker tilbudet.

Figur 3.2 Utvikling total slaktet mengde og andel for de 10 største aktørene (Fiskeridirektoratet, 2019)

Ut ifra figuren ovenfor ser vi at mengden slaktet laks har vært relativt stabil siden 2012. Bakgrunnen for at veksten ikke er like stor som den tidligere har vært, kan være at de biologiske forholdene har nådd sin grense. Det må forskes på og utvikles nye metoder og ny teknologi som kan være med på å opprettholde veksten, men dette skal ikke gå på bekostning av miljøet. SalMar har for eksempel flere prosjekter for å kunne få smolt av høy kvalitet og gunstig størrelse, da dette er avgjørende for å kunne få fin laks. Det ble i 2019 vedtatt å utvide med et settefiskanlegg, dette på Senja. Dette blir et kompetansesenter for å kunne utvikle god settefisk til regionen.

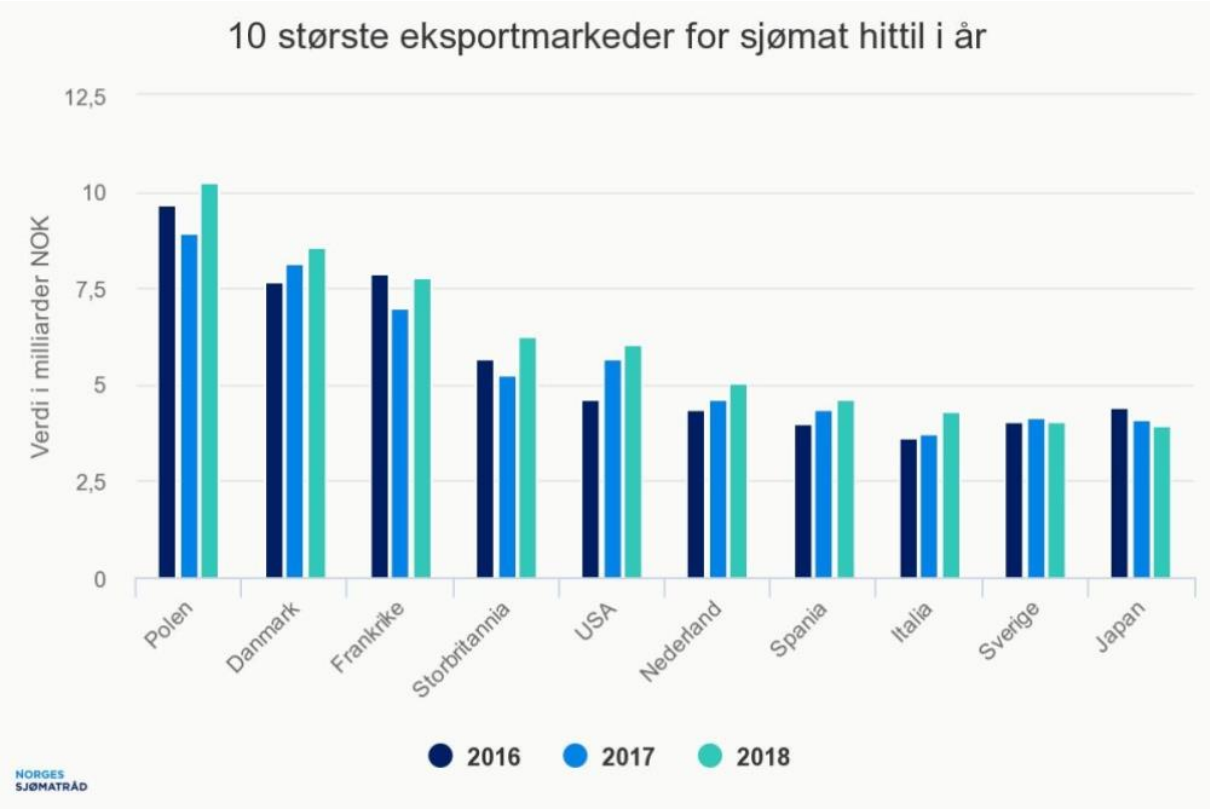
Det er mye som tyder på at veksten kommer til å fortsette årene fremover, men som utviklingen viser så kommer den nok ikke til å være like stor som på 80-,90- og 2000 tallet. Næringen er nå inne i en periode der det er ny teknologi og innovasjoner som skal til for å kunne fortsette å vokse. Sykdommene som forekommer på laksen blir forsket på for å unngå store utbrudd som fører til nedslakting av populasjon, og som igjen fører til mindre tilbud av laks.

3.2 Etterspørsel

Norsk laks har lenge vært en ettertraktet vare på mange marked, vi har eksport svært store mengder til flere land. I Norge så spiser en i gjennomsnitt 9 kg laks per innbygger, mot beskjedne 2 kg laks per innbygger innenfor Europa. Laks utgjør ikke så mye av proteininntaket til innbyggerne i Europa, så det forteller oss at potensialet til å utvide seg er enormt.

Grafen nedenfor viser Norges viktigste markeder, det er disse som importerer mest av den norsk sjømat. Etterspørselen av atlantisk laks har økt årlig, og veksten kommer mest sannsynlig til å fortsette å øke jamt og trutt i årene som kommer (Nodland, 2017). Det er spådd at det blir en trettendobling av eksportert laks til Kina innen 2025 (Kampevoll, 2019), men om dette blir reelt må en bare vente å se. Akkurat nå ser det ikke så lyst ut med tanke på utbruddet av Coronaviruset, etterspørselen etter laks har sunket kraftig etter at denne sykdommen dukket opp. (Isaksen og Johansen, 2020)

Det blir bare flere og flere mennesker i verden, og oppdrett og produksjon av laks kan være en fin måte å prøve å kunne tilfredsstille vårt behov for protein. Etter hvert som vi blir flere, så kommer nok etterspørselen til å øke samtidig.



Figur 3.3 oversikt over de 10 største eksportmarkeder for sjømat (Norges Sjømatråd, 2019)

3.3 Covid-19

Hele verden har blitt påvirket av det pågående coronaviruset, heretter omtalt som Covid-19. Mange land har stengt sine grenser, svært mange bedrifter har måttet stenge, folk har blitt permittert eller mistet jobbene sine. SalMar holder seg godt oppdatert om situasjonen rundt Covid-19, og holder daglige beredsskapsmøter. 17.mars bestemte SalMar seg for å holde igjen utbyttet som var planlagt utbetalt for 2019 (Holmlund, 2020). Dette hadde de kommet fram til da det er usikkerhet om hvor lenge situasjonen rundt Covid-19 kommer til å vare. Grunnet situasjonen rundt Covid-19 så har aksjene til SalMar tapt seg, men det virker til at de sakte stiger oppover igjen. Dette er et virus som skaper usikkerhet og som vi med jevne mellomrom vil gjøre vurderinger rundt senere i oppgaven.

4. Strategisk analyse

I denne delen kommer vi til å bruke PESTEL, VRIO, Porters bransjeanaylse og SWOT for å undersøke de interne og eksterne forhold i og rundt SalMar. Det blir sett på mikro- og makroforhold som er med på å påvirke SalMar og markedet rundt.

4.1 EKSTERN ANALYSE

4.1.1 Porters bransjeanalyse

Porters bransjeanalyse, eller porters fem konkurransekrefter, er en modell som blir brukt av bedrifter der en kan analysere hvor attraktiv et marked kan være. Denne analysen går for det meste på mikroforholdene i en bransje. De fem kreftene er:

1. Rivalisering blant eksisterende bedrifter i bransjen
2. Potensielle nye aktører i bransjen
3. Trussel om substitutter
4. Leverandørens forhandlingskraft
5. Kundenes forhandlingsstyrke.

Når en bedrift bruker denne analysen, så er det for å se hvordan de ulike konkurransekreftene påvirker SalMars virksomhet. De 5 kreftene blir ofte brukt til å måle konkurransen i markedet, attraktiviteten for markedet og lønnsomheten til bransjen. (Chappelow, 2020)

Rivalisering blant eksisterende bedrifter i bransjen

Sjømatbransjen er som nevnt tidligere en bransje som i stor grad er dominert av få store selskaper. Blant disse selskapene er det naturlig at det vil være høy grad av rivalisering mellom disse aktørene da deres sortiment i hovedsak inneholder svært like produkter. Etterspørselen etter laks har de siste årene utviklet seg til å bli svært ettertraktet og jevnt over vært høy, så det har sjeldent vært et problem for selskapene å få solgt unna mengden laks som blir produsert. Dermed har rivalisering dreid seg mere om fiskens kvalitet og oppbygging av merkevaren, samt være ledende innen innovasjon.

Å ha en god merkevare er viktig for SalMar. Selskapene øker sine markedsandeler ved å investere i og/eller kjøpe opp andre oppdrettsselskap, og det er fornuftig av selskapene å ha i tankene om hvordan dette kan påvirke deres merkevare. Norsk laks er internasjonalt kjent som kvalitet, og god kvalitet gjør at fisken er mer attraktiv. SalMar har siste årene investert en del i oppdrettsselskap på Færøyene, og fisken herifra har nå forbigått den norske fisken i hensyn til kvalitet. Fisken fra Færøyene er friskere, og det er liten forekomst av sykdom blant dem. Ved å investere i dette så har SalMar økt sin merkeverdi. Det som er viktig for selskapene er å forebygge store utbrudd av sykdom, dette kan gi selskapet som opplever dette dårlig omdømme.

Som tidligere nevnt ovenfor i oppgaven så har biologiske forhold ført til at det ikke har vært like stor økning i produksjonsvolumet som de siste tiårene har vist. Det har opp gjennom årene vært utbrudd av flere laksesykdommer og lakselus. Chilenerne var så uheldige å få oppleve laksesykdommen ILA på nært hold i flere år, og dette påvirket deres produksjon av laks drastisk (Berghlin, 2019). Utbrudd av sykdom bremser effektiviteten i selskapet, fokuset blir mer på å kunne få bukt med problemet og kostnadene går til dette. Etterspørselen etter laksen har fortsatt å gå opp, og det har vært stabil tilgang på fisk i markedet, så prisene øker litt. Selv om kostnadene som er knyttet opp til å bekjempe sykdommer og lakselus var store, så har selskapene likevel hatt en økning i lønnsomhet. Aktørene har hatt større fokus på innovasjoner og teknologiske fremskritt de siste årene, og utfordringer som de alle ønsker å få løst er sykdommer, lakselus og rømminger.

For å få bukt med de biologiske utfordringene har dermed SalMar hatt et økende fokus forsking og innovasjon. En av de nye innovasjonene til SalMar er blant annet produksjonen av Ocean Farm, som vi kommer tilbake til i VRIO-analysen. De store aktørene i bransjen rivaliserer også på lønnsomhet, som innebærer at de har stort fokus på automatisering,

effektivisering og kostnadskutt. Ved å være sterk på dette feltet vil de dermed være i stand til å konkurrere på pris. (SalMar, u.å.)

Hver enkelt aktør prøver å komme med innovasjoner og teknologisk utvikling, og de prøver å overgå hverandre. De kan få konkurransefortrinn ovenfor sine konkurrenter i en kortere periode, men svært ofte så klarer konkurrentene raskt å komme opp med etterligninger for å kunne sidestille seg igjen. Flere selskap har fått utdelt konsesjoner der det har vært delingsplikt ovenfor bransjen om nyvinningen skulle bli suksessfullt. Dette er godt beskrevet inne på fiskedirektoratets egne nettsider. (fiskedirektoratet, 2020)

For å oppsummere ansees rivaliseringen mellom aktørene i oppdrettsbransjen som lav, da det har vært stor etterspørsel i markedet. I tillegg har det vært vanskelig å skaffe seg konkurransefortrinn i form av innovasjoner, da resten av bransjen kommer fort etter. Med såpass like produkter vil det være vanskelig å bygge en mye sterkere merkevære enn konkurrentene. Dermed ser det ut til at den største muligheten for å skaffe seg et konkurransefortrinn vil være gjennom å bli mere kostnadseffektiv. Detter er et punkt de fleste store aktørene allerede utfører svært godt, så vi kan konkludere med at rivaliseringen i bransjen er svært lav.

Potensielle nye aktører i bransjen

Potensielle nye aktører er en trussel som alltid vil være tilstedeværende når en bransje gjør det veldig bra, og det ligger mye penger i oppdrettsbransjen. Så eventuelle nye aktører kan ta markedsandeler som tilhører de eksisterende selskapene, som SalMar. Det er innenfor mange ulike bransjer lov til å starte opp selskap uten at det krever for mye, men innenfor oppdrett og villfiskbransjen så må hver enkelt aktør få utdelt en konsesjon. Uten konsesjon så kan ikke aktøren starte opp, og en slik konsesjon gjør at barrieren for å etablere seg er større. Hvorfor en trenger tillatelse er begrunnet i Ot.prp.nr 2004-2005 «Forvaltningen bør ivareta viktige overordnede samfunnsmessige hensyn som vanskeligere kan ivaretas av den enkelte næringsutøver. Hensynet til miljø og optimal bruk av kystsonen er hensyn som skal ivaretas både ved etablering, drift og avvikling av akvakultur. […] Videre tilsier fordelings- og knapphetshensyn at det stilles krav om tillatelse.».

Etableringskostnadene for interesserte aktører er svært store. Det er mye som skal være på plass i et oppdrettsanlegg før en kan starte opp. En må i første omgang finne ut av

lokalisasjonen en ønsker å ha anlegget, dette er en omfattende søkeprosess som kan ta litt tid. (Norges Sjømatråd, 2016). Det er mange avtaler som skal gjennomføres også, hvor fisken skal slaktes og foredles, hvordan en skal administrere salg og distribusjon av fisk etc. En må ha en solid kapital for å kunne starte og holde driften i gang, da investeringskostnad er svært høy, samt at de variable kostnadene vil begynne å løpe med en gang, mens det vil ta tid før inntektene vil begynne å komme.

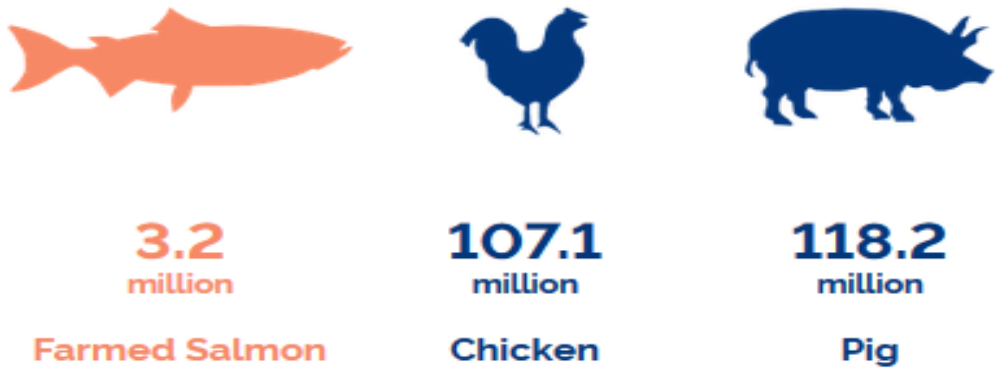
En av de store nysatsningene som er innenfor oppdrettsfisk er landbasert oppdrett. I 2019 så var det allerede 10 søknader som var sendt inn på landbasert oppdrett. (Fiskeribladet, 2019). Dette er nyetableringer som kan skape en trussel om det lykkes. Fredrikstad Seafood er et av de nyetablerte selskapene som har satt i gang med oppdrett på land, de var det første selskapet som fikk tilsendt smolt for å starte opp driften sin. (Strønen Riise, 2019). De har en konsesjon for å kunne produsere opp mot 3600 tonn, og de har forhåpninger om utbygging. Lakselus og sykdommer har vært tema som har blitt diskutert i flere år, og rømningsfaren for oppdrettslaks i merder i sjøen er stor. Det argumenteres for at en slipper disse hendelsene, og det kan være en miljøvennlig og bærekraftig motpart til anleggene i havet. Landbasert oppdrett er ennå veldig fersk, de fleste selskapene som har søkt om å få starte opp dette er i startgropen, så i skrivende stund er trusselen liten over for de store og veletablerte selskapene til havs. Avslutningsvis anses oppdrettsbransjen som en relativt veletablert bransje, hvor trusselen om nye aktører i bransjen ansees som liten. Dette på grunn av en høy etableringsbarriere, hvor sentrale faktorer er konsesjonssystemet og etableringskostnader, som begrenser antall selskaper som har mulighet og kapital til å tre inn i bransjen. Likevel ansees landbasert oppdrett som en reel fremtidig trussel, for SalMar. Denne trusselen er dog liten i øyeblikket, og om den oppstår, vil SalMar mest sannsynlig være et av de best rustede selskapene til å tilpasse seg slike innovasjoner.

Trussel om substitutter

Om det kommer produkter på markedet som kan tilfredsstille kunden på samme vis som laksen kan gjøre, så er det en substitutt som kan være en trussel. Konsumentenes preferanser ovenfor andre typer fisk og nåværende substitutter, som kylling og kjøtt, kan endre seg og vil dermed være en trussel mot SalMars sortiment.

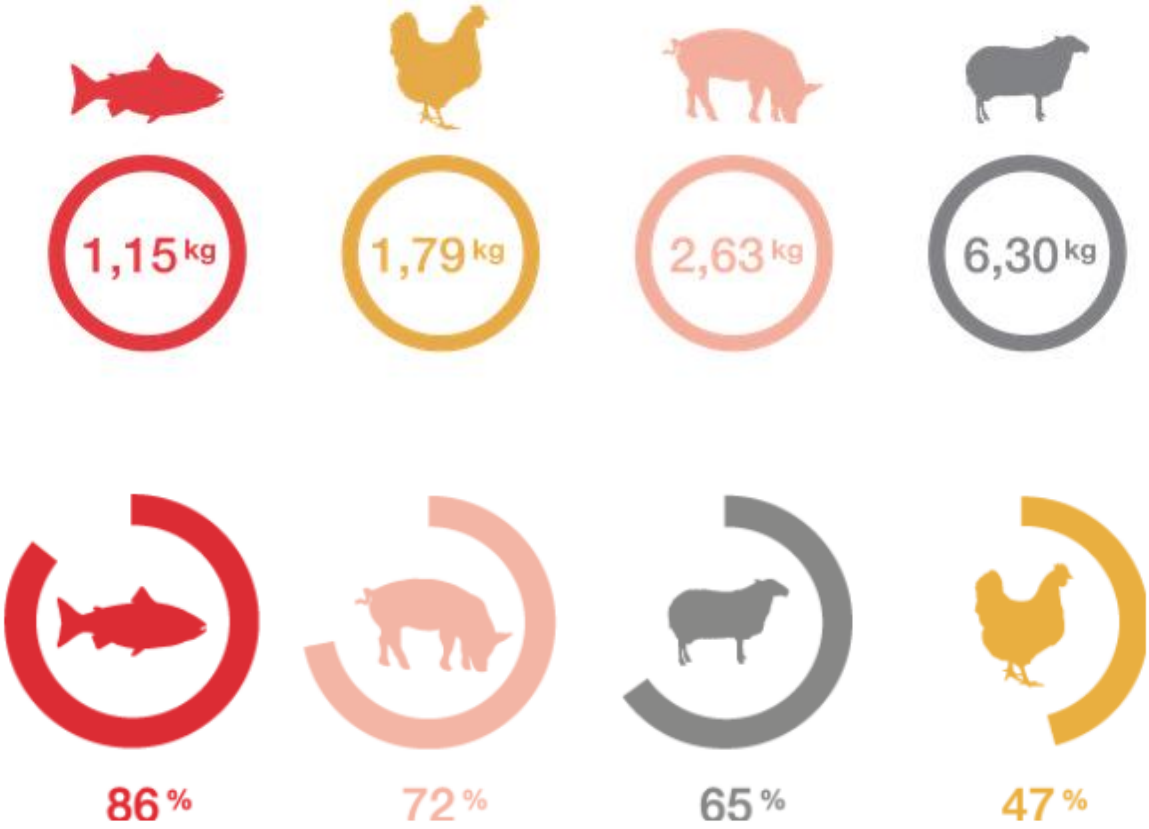
Det er hovedsakelig atlantisk laks som blir oppdrettet i Norge, men det finnes småskala oppdrett av regnbueørret og ørret også som konsumentene kan gå for i tillegg.

Substituttrusselen er ikke så stor, laksebransjen er så stor at de vil nok lett klare å tilpasse seg markedet og hva det ønsker. Laks har lenge blitt lagt frem som et sunt produkt som har sunne fettsyrer og høyt innhold av protein, og det som kanskje kan være en trussel for næringen kan være kjøtt fra kylling og svin. Kjøttet fra kylling og svin er både magert og har høyt innhold av protein, og som i tillegg har en lett tilgjengelighet.



Figur 4.1 Global produksjon av laks, kylling og svin (Global Salmon initative, 2020)

Det oppdrettes lite laks i verden i forhold til kylling og svin, så potensialet til å kunne gjøre det bedre og oppdrette mer fisk er der. For å legge på seg 1 kg, så har laks behov for bare 1,15 kg, i motsetninger trenger kylling 1,79 kg for og grisen 2,62 kg. Av bærekraftige hensyn så er laksen et godt valg å gå for. Om en ser på hvor stort slakteutbyttet er for de ulike artene, så ser en at laksen har et utbytte på hele 86 prosent, grisen har 72 prosent og kyllingen lave 47 prosent. Denne oversikten viser at laks utbytter foret sitt svært bra, laksebransjen har ikke like store utgifter på for som kyllingen har (Skretting Norge, 2020). Da det nå produseres lite laks i forhold til de andre proteinkildene, anser vi trusselen om en videre økting i konsumet av disse kildene som liten. Dette spesielt ved konsumentenes nåværende økende fokus på miljø og kutt i kjøttforbruket, noe vi vil komme tilbake til i PESTEL-analysen.



Figur 4.2 Antall kg fôr for å legge på seg 1 kg og slakteutbytte i % (Skretting Norge, 2020)

En trend som er mye i vinden for tiden er fokuset på miljø og dyrs egenverdi. Dette har ført til at flere personer har valgt å kutte sitt forbruk av fisk og andre kjøttprodukter, og dermed valgt andre nærkilder for å dekke sitt behov. Disse andre næringskildene vil dermed være et potensielt substitutt for laks og andre proteinkilder, dersom denne vegetartrenden utvikler seg. Dette kommer vi tilbake til i PESTEL-analysen

Vår konklusjon er at trusselen om økning i konsumentetterspørsel fra nåværende substitutter ikke er spesielt stor, mens trusselen fra eventuelt nye substitutter er det som må sees på som en mulig trussel. Dermed ved en moderat trussel fra nye substitutter (vegetar), og et mulig kutt i nåværende substitutter, anser vi trusselen fra substitutter mot etterspørselen etter laks som liten.

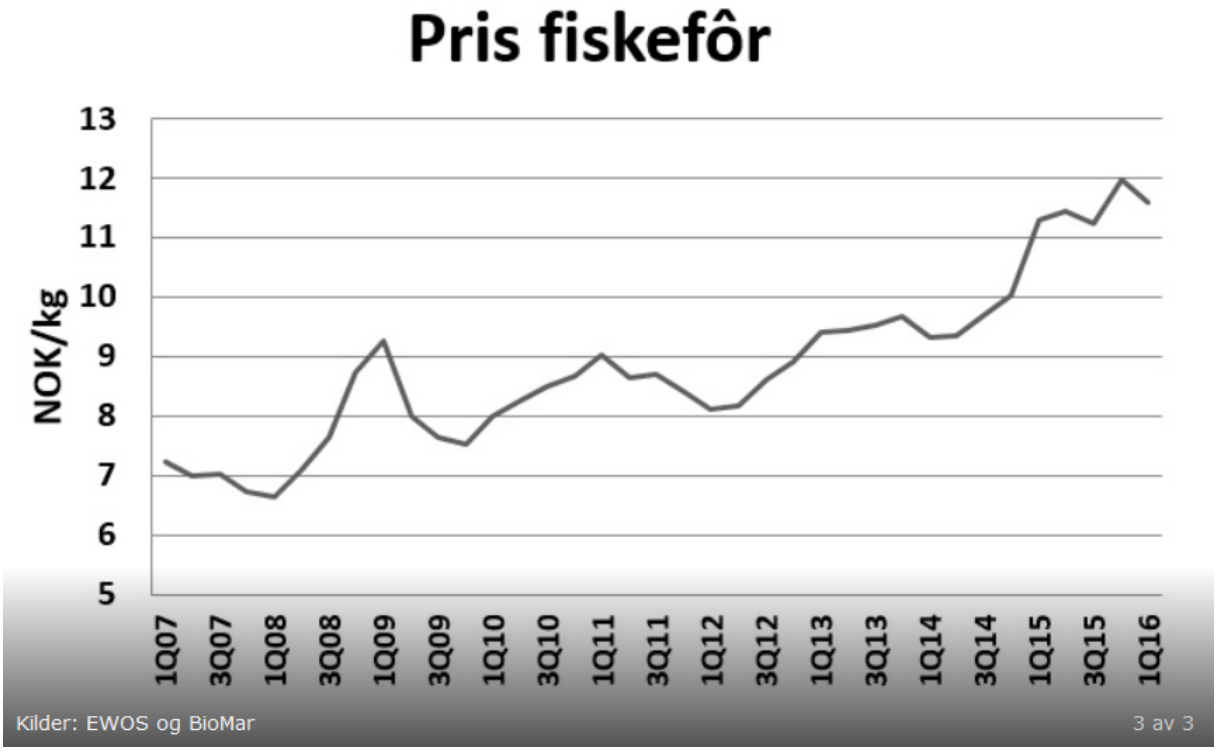
Leverandørens forhandlingskraft

Forhandlingsmakten til leverandørene vurderes ut fra hvor lett det er å kunne øke prisene. Det er antallet leverandører som utgjør om produktet er unikt, og deretter hvilken kontroll de har over kundene.

SalMar er som nevnt tidligere er fult ut vertikalt integrert oppdrettskonser, det vil si at de har hele verdikjeden fra produksjon fra smolt til solgt produkt. (SalMar, u.å). SalMar bygde eget slakteanlegg ved navn InnovaMar som de tok i bruk i 2010. Her både slakter de og foredler fisken videre, og de har en kapasitet på hele 150 000 tonn fisk. SalMar har lagt fokus på teknologiske innovasjoner, og har fiskevelferd, logistikk, godt arbeidsmiljø og effektivitet som nøkkelbegrep. Her er SalMar ikke avhengig av andre, men når det kommer til foret som fisken må ha, så må dette kjøpes. Mowi er verdens største sjømatselskap, og de kontrollerer alt selv, fra fôret som fisken får til ferdig distribuert produkt (Berge, 2016).

Ettersom SalMar har kontroll på nesten hele verdikjeden sin selv, så er det hos fiskefôrprodusentene en kan se leverandørenes makt. Det finnes flere produsenter av fiskefôr, men vi skal se på de tre store distributørene i Norge, dette er Skretting, BioMar og EWOS. I mange år var disse selskapene en trio som holdt stand, men de siste årene så har det kommet til flere aktører, som for eksempel Mowi. Men den tidligere trioen har fortsatt de største markedsandelene, og SalMar kjøper fiskefôr fra disse (Okstad, 2019).

Fiskefôr er et produkt som alle oppdretterne må ha, og det er tydelig at Skretting, BioMar og Ewos har en stor grad av makt innenfor næringen. Men disse leverandørene har en trussel mot seg, og det er at oppdrettsselskapene selv kan finne på å begynne med produksjon av sitt eget fôr, noe Mowi gjorde suksess med i 2014. Dette er en faktor som kan svekke leverandørene sin makt kraftig, men sjansen for at dette kommer til å forekomme er nok liten. Årsaken til dette er at det er kostnadskrevende å skulle starte opp med egen produksjon, så det er mest sannsynlig bare de største selskapene som har muligheter til å gjøre dette.



Figur 4.3 Utvikling pris fiskefôr (Berge, 2016)

Grafen ovenfor viser hvordan prisen på fiskefôret har endret seg de siste årene, og det vises en markant økning i pris. I 2007 var det rundt 7 NOK per kilo fôr, og i 2016 så var prisen steget til rundt 12 NOK (Berge, 2016).

Bransjen er helt avhengig av fiskefôr, og ettersom det ikke finnes så mange store leverandører så vil vi påstå at disse har en betydelig makt ovenfor bransjen. Det som kan svekke makten til fôrleverandørene er det aspektet at det største sjømatselskapet, Mowi, produserer sitt eget fôr og det er vel snakk om tidsspørsmål før andre av de store selskapene følger etter. Men vi vil påstå at fôrleverandørene har en betydelig forhandlingsstyrke likevel.

Kundenes forhandlingsstyrke

Om en sier det enkelt, så uten kunder, ingen bransje. Forhandlingsstyrken til kundene er en avgjørende faktor i bransjen. Kundene tar ofte utgangspunkt i produktets pris, tilgjengelighet og kvalitet. En av årsakene til at SalMar og de andre selskapene har hatt stor suksess, kan være deres evne og ønske til å innfri forventningene til kundene.

Kundene stiller ofte krav til hvordan de ønsker produktet skal være, og da tvinger de ofte bransjen til å utvikle seg. Om ikke bransjen velger å etterleve kundenes forventninger, så vil de etter hvert miste disse. Sammen med SalMar så har vi flere aktører som leverer samme produktet, atlantisk laks. Dette er ikke et differensiert produkt, de fôres oftest med fôr fra samme leverandør og det er ingenting eller lite som skiller dem. For å skille seg ut fra mengden så kan det være effektivt å kunne tilby produkter som for eksempel er billigere, eller ferdige produkter av god kvalitet. I Norge så har vi mange aktører som tilbyr mange ulike produkter, så her har kunden store valgmuligheter, og dette fører til større makt overfor oppdrettsselskapene. Derimot hadde kundene hatt bare et produkt å velge mellom, så hadde de hatt liten makt.

SalMar tilbyr store mengder ferdig lakseprodukt, og i tillegg så har de oppdrett av økologisk laks (Widerøe, 2017). Mange er bevisst på hva de har i seg, så dette gjør at de har produkter som differensier litt fra de andre. Dette reduserer kundenes forhandlingsstyrke ettersom de ikke har mange valgmuligheter.

Som nevnt tidligere produserer Norge over halvparten av laksen i verden, og eksporterer mye av dette ut i verden. Da Norge har en så stor andel av lakseproduksjonen vil ikke andre land ha mange andre muligheter enn å kjøpe fra Norge, dette er med på å svekke kundenes forhandlingsstyrke.

Om vi summerer opp forhandlingskraften til kundene, så vil vi anse denne som svak innenfor oppdrettsbransjen.

4.1.2 PESTEL

Vi ønsker å ta i bruk PESTEL analysen i den strategiske analysen av SalMar. Her ser vi på de politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og juridiske forholdene som påvirker SalMar.

Politiske forhold

Det blir eksporter mye fisk fra SalMar, og det oppleves en økning i salget hvert år. SalMar bør ta stilling til politiske forhold i landene som det blir eksportert til. Politiske forhold endrer seg stadig, salget av laks kan bli direkte påvirket av hvilket forhold Norge har til andre land. Dette har det vært noen tilfeller av de siste årene, og et av tilfelle er i 2010 når Liu Xiaobo fra

Kina ble tildelt nobels fredspris. Dette første dessverre til at Kina stengte sine grenser for all norskoppdrettet laks (Nybakken Kvale, 2018). I 2016 åpnet de sine grenser igjen for import av laks, men Kina ønsket ikke å importere laks fra SalMar, Lerøy og Nordlaks. Kina hadde restriksjoner på å importere laks fra Nordland, Troms og Sør-Trøndelag, og de påsto årsaken var frykt for laksesykdommene ILA og PD. Fra juli 2018 så endret de praksisen, så nå kan alle selskapene eksportere til Kina (Drønen og Larsen, 2018).

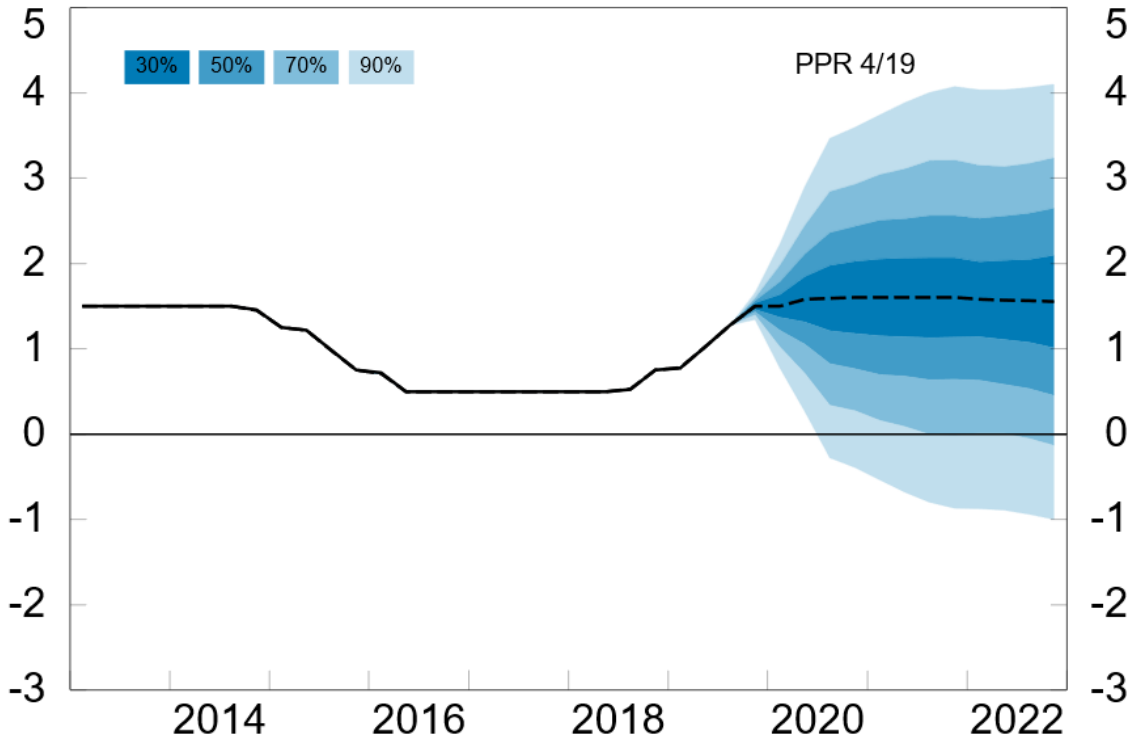
I 2014 så ble det satt opp ulike sanksjoner mot Russland på grunn av situasjonen på Krim, og utfordringen her var at Russland svarte med å slutte å importere varer fra flere land, inkludert laks fra Norge (Skarstein, 2017). Før dette så var Russland en av de største importørene av norsk laks og sjømat, og det regnes ut til at Norge har tapt rundt 20 milliarder kroner på sanksjonene fra Russland (Nilsen, 2019).

Corona viruset ble først oppdaga i Wuhan provinsen i Kina, og spredte seg fort derifra. SalMar har eksportert rundt 10-15 prosent av sitt volum til Asia (Knudsen, 2020), og merket ikke så mye til denne krisen til å begynne med. Det volumet som ikke dro til Asia, var det andre markeder som kjøpte opp. Årsaken til nedgang i eksport til flere land skyldes stengte grenser som en direkte konsekvens av Corona restriksjonene. Det var noe hardere for MOWI, da de eksporterte mer fisk til Kina enn SalMar gjorde i utgangspunktet. Eksporten til Italia har også sunket (Jordheim, 2020). SalMar er i en gunstig posisjon da de foredler fisken sin selv, og har muligheter til å legge den på frys til bedre tider.

Økonomiske forhold

Prisen på fisk og valutakursen er to faktorer som påvirker inntektene til SalMar i stor grad. Da SalMar får inntekten sin i lokal valuta fra de landene de eksporterer til, vil dermed valutakursen ha en stor effekt på SalMars inntekter. En sentral faktor som er med på å bestemme valutakursen er styringsrenten. Styringsrenten ble hevet flere ganger i løpet av 2018 og 2019, men på grunn av Corona krisen ble den nedjustert i 2020 til historisk lave 0,25% (Bjørnestad og Sørgjerd, 2020). Dette har bidratt til at den norske kronen har svekket seg mye mot de store valutaene. Da investorene søker trygge havner, i urolige tider. En svak krone er svært positivt for SalMars lønnsomhet, da de før inntektene i lokal valuta, mens

kostnadene er i NOK.



Figur 4.4 Oversikt over historisk og estimert styringsrente (Norges Bank, u.å.)

Det er stort sett stabilt tilbud av laks, men forekomster av lakselus og utbrudd av sykdom er faktorer som kan påvirke antallet laks som kan bli slaktet. Dette kan igjen føre til mindre tilbud av laks, så ved slike tilfeller kan tilbudet variere stort i kortere perioder. Ved slike hendelser så kan det føre til store fluktueringer i prisen, noe som vil påvirke SalMars inntekter.

Sosiokulturelle forhold

Etterspørselen etter laks er svært viktig for SalMar og andre oppdrettsselskap. Nordmenn ligger i verdenstoppen ved det å spise sjømat, i gjennomsnitt spiser faktisk nordmenn rundt 53 kilo sjømat i året, men dessverre så synker konsumet. De eldre har et stabilt konsum av sjømat, men den yngre generasjonen spiser mindre. Siden 2012 så har det falt med 46 prosent. (Norges Sjømtråd, 2018). Fisk er et sunt og næringsrikt produkt, og det er anbefalt å spise mer fisk enn det er å spise annet kjøtt. Mange av de yngre synes det er billigere med kylling og kjøttdeig, og de synes det er lettere å lage enkle middager av disse produktene også. Det er satt i gang tiltak for å kunne øke fiskekonsumet blant de yngre, da de ønsker å snu den negative trenden. Målet er faktisk å øke fiskekonsumet innen 2021 med 20 prosent

(Helsedirektoratet, 2019, s.9). Det er mange ledd som skal være med i dette for å lykkes, og vi ser en endring i hvordan fisk blir lansert nå. Det kommer mer produkter på markedet som appellerer til de yngre. Ferdige porsjoner i form som en kan sette rett i ovnen, fiskeburgere, enkle fiskeoppskrifter osv. Det er mat som er enkel å sette i stand og som smaker godt. Om det klarer å snu den negative trenden som går nå, så vil det blir positivt for SalMar.

Fiskekonsumet i Norge synker sakte nedover, men i andre deler av verden så stiger det. Fra 2013 til 2016 så har mengden konsumert sjømat økt på verdensbasis med over 20 millioner tonn, og det er store sjanser for at det har økt enda mer etter 2016. (Norwegian Seafood counsil, 2019). Konsumet av rødt kjøtt har økt i Norge, og i Italia har konsumet av sjømat økt. Det er forventet at kineserne kommer til å øke forbruket av sjømat med 1,3 millioner tonn per år fremover. WHO anbefaler å spise fisk minst to ganger i uka, men statistisk sett så ser en at dette er vanskelig for folk flest å få til.

Det er en voksende vegetarkultur i dagens samfunn, hvor folk og særlig ungdom endrer sine matvaner, ved å kutte sitt forbruk av fisk og kjøtt. Om denne kulturen vokser mer og mer, vil etterspørselen etter laks falle, noe som vil få konsekvenser for hele oppdrettsbransjen. På en annen side er det mange som kun kutter sitt forbruk av kjøtt, da dette har blitt framsnakket som et godt grep for å redusere dagens klimafotavtrykk, dette er en positiv trend for bransjen.

Teknologiske forhold

SalMar har en visjon om å være verdens beste selskap innenfor oppdrett, og de er opptatt av effektivitet, prestasjon og presisjon. De vil ha en ledende rolle innenfor den globale laksenæringen (SalMar, u.å.). Men bransjen har utfordringer som er knyttet opp imot miljø, og da kan teknologiske innovasjoner være med på å løse disse. Verden etterspør laks i en stor skala, for å kunne tilfredsstille det økende behovet kreves det stadig ny teknologi for å øke produksjonen. Det må produserer opp til 70 prosent mer mat innen 2030, og oppdrett av laks kan være en viktig faktor her (SalMar, u.å).

Det er gjort store investeringer i SalMar for å kunne øke produksjon av fisk, og fra årsrapporten i 2017 så er det opplyst om to nye settefiskanlegg. Disse er på Senja og på Follafoss, og fokuset på disse anleggene er å kunne bruke ny teknologi til å effektivisere sin produksjon. SalMar har hatt mye fokus på nyvinninger, og startet opp i 2017 med Ocean Farm. Noe vi kommer tilbake til i VRIO-analysen

Miljømessige forhold

Oppdrettsfisk som rømmer, lakselus og andre laksesykdommer er noen av de største utfordringene som oppdrettsbransjen har i dag. Oppdrett er muligens veien å gå for å kunne skaffe nok mat til verdens befolkning, men det setter sine spor.

Lakselusen er også en utfordring for bransjen. Dette er et lite krepsdyr som lever på laksen som en parasitt (Lakselus, 2018). Den har laks og ørret som sine verter, og den lever på både vill fisk og oppdrettsfisk. Fisk som har lakselus er ikke farlig å konsumere, og forringer ikke kvaliteten på fisken heller. Problemet med lakselusen er at den gir laksen sår og infeksjoner. Lakselusen blir en ikke kvitt, da dette er en naturlig organisme i havet, men bransjen har gjort flere tiltak for å få kontroll på og redusere problemet. Frykten nå er at lakselusen skal kunne bli resistent mot midlene som nå blir brukt, så alternativer er stadig under utvikling.

Rømming av laks er ikke ønsket og kan være et stort problem (Laksefakta, 2019). Genmaterialet vi har til oppdrettslaksen er hentet fra flere norske elver, og en vil unngå at oppdrettslaks gyter med villaksen fordi dette kan ha negative konsekvenser for villaksen og den kan føre med seg sykdommer til den ville bestanden. Det som kan gjøre at laksen får muligheter til å rømme kan være teknisk- og menneskelig svikt, samt uvær. Rømming av laks er et alvorlig problem, og det har forekommet en del tilfeller av bot til oppdrettsselskap som har hatt utfordringer med dette.

Landbaserte oppdrettsanlegg vil kunne ha fordeler her. Laksen har ingen muligheter for å rømme og kunne spre sykdom, og lakselus vil være ikke-eksisterende. En annen fordel med landbasert oppdrett er reduksjonen av utslipp, som følge av de kan plasseres nærmere markedene vil forurensingen knyttet til frakt reduseres kraftig. I tillegg reduseres utslipp knyttet til frakt fra merdene til slakteanleggene.

Juridiske forhold

Akvakulturloven i Norge regulerer norsk oppdrettet. Den sier dette: “Loven skal fremme akvakulturnæringens lønnsomhet og konkurransekraft innenfor rammene av en bærekraftig utvikling, og bidra til verdiskaping på kysten” (jf. Akvakulturloven, 2005 §1). Loven formidler hvordan havet kan forvaltes på en forsvarlig og miljøvennlig måte. Det er fastsatt regler om hvor mange laks som kan være i hver enkelt merd og på selve anlegget.

Oppdrettsanleggene i Norge har mange lovverk og regler å forholde seg til, og det er flere myndigheter som overvåker at dette blir fulgt. Mattilsynet, fiskeridirektoratet, Kystverket, NVE og Fylkesmannen er noen av instansene som passer på at det går riktig for seg. (Laksefakta, 2018).

Akvakulturloven (2005, §7) går direkte på det som har med lakseoppdrett å gjøre, og denne sier at det kan gis ut et visst antall konsesjoner.

4.2 INTERN ANALYSE

I den interne analysen av SalMar så kommer vi til å bruke VRIO (Value, rarity, imitability og Organization). Denne analyserer om de interne ressursene som et selskap har er verdifulle, sjeldne, imiterbare, i tillegg til om den organisatoriske strukturen i selskapet gir dem konkurransefortrinn i forhold til konkurrentene (Jurevicius, 2013).

Innovasjon

SalMar er en av aktørene i oppdrettsbransjen som har stort fokus på innovasjon og teknologi. SalMar har historisk sett hatt et godt omdømme, og for å opprettholde sin posisjon, er SalMar i stand til å ta en rekke grep for å prestere i et stadig mere bærekraftig samfunn. De har i tråd med en rekke aktører utviklet en dypvannsmerd med navet Ocean Farm 1. skriv litt her. Selskapet som har hovedansvar for denne havmerden er Ocean Farming AS, som er et selskap som inngår i SalMar konsernet (SalMar, u.å.).

Som følge av dette vil SalMar ha et fortrinn ovenfor sine konkurrenter, da kjernekompetansen som kreves for å utvikle denne kan anses som vanskelig å imitere og kostnadskrevende. Dog er det sannsynlig at andre store aktører vil komme fort etter dersom dette viser seg å bli en suksess.

Oppdrettsprosessen

På SalMar sine egne nettsider (SalMar, u.å.) så opplyser de at en kjernekompetanse i selskapet er oppdrettsprosessen. De har hele prosessen selv innenfor selskapet, i seks anlegg så produseres yngel og smolt, og de har slakteanlegget InnovaMar på Frøya som slakter og foredler fisken. SalMar mener det er god verdiskapning for bedriften og god kvalitet av å ha hele prosessen, de har god kontroll på hva som skjer fra begynnelse til slutt. (SalMar, u.å.)

SalMar har en verdiskapende og verdifull kjernekompetanse, men det kan argumenteres for om dette er sjeldent eller komplisert å imitere. Det finnes mange lakseoppdrettere i Norge som tidligere er nevnt, vi kan for eksempel nevne Mowi og Lerøy som noen av andre store selskapene. Mowi er også et helintegrert oppdrettsselskap. Oppdrettsprosessen som SalMar har er kanskje ikke det største konkurransefortrinnet de har, spesielt ikke ovenfor Mowi.

4.3 SWOT

I SWOT analysen så ser vi sammendragene av styrkene, svakhetene, mulighetene og truslene som tidligere er diskutert i oppgaven. De interne analysene kan vi se i styrkene og svakhetene, og de eksterne i muligheter og trusler.

STYRKER • Svak kronekurs • Fullintegrert oppdrettsselskap • Ocean Farm 1 • En av de største aktørene	SVAKHETER • Lakselus • Konsesjonssystemet • Lite diversifisert produkt
MULIGHETER • Flere dypvannsmerder • Høyere etterspørsel • Nye markeder	TRUSLER • Covid-19 • Lakserømming • Styrket kronekurs • Politiske restriksjoner

Tabell 4.1 SWOT

5. Regnskapsanalyse

"Formålet med regnskapsanalyse er å si noe om bedriftens økonomiske utvikling og finansielle situasjon", (Kristoffersen, 2019, s.446) Vi kommer i denne regnskapsanalysen til å

se på historiske tall fra regnskapet til SalMar med fokus på de 5 siste årene. For å få en dypere forståelse av SalMars økonomiske situasjon vil vi se nærmere på de 4 hovedområdene:

- Lønnsomhet
- Finansiering
- Soliditet
- Likviditet

Denne regnskapsanalysen vil dermed være et nyttig verktøy for å kunne si noe om den framtidige utviklingen til SalMar ASA.
Definisjoner, samt grunnlag til drøftinger rundt de ulike nøkkeltallene er hentet fra Kristoffersen, 2019, mens tall er hentet fra SalMars regnskaper for de respektive årene.

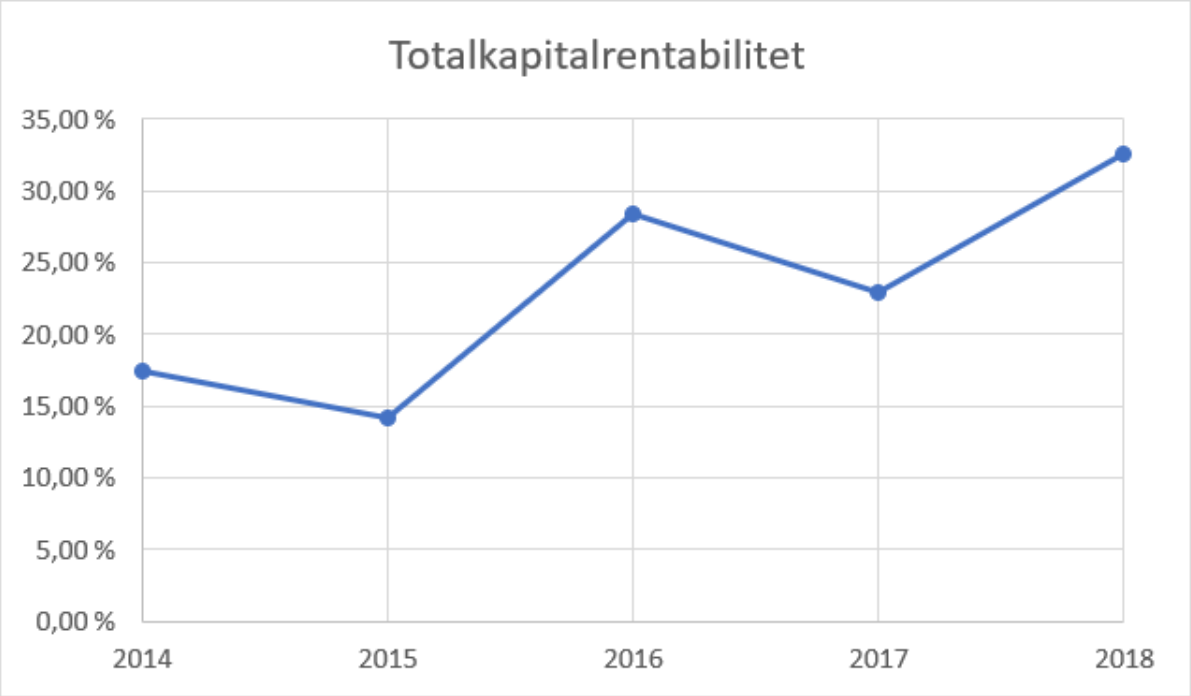
5.1 Lønnsomhet

"Lønnsomhet sier noe om en bedrifts evne til å skape overskudd". (Kristoffersen, 2019, s.448). For at bedriften skal evne å skape overskudd over tid, må bedriften klare å opprettholde en tilfredsstillende inntekt samtidig som de har kontroll over kostnadene. Lønnsomhet er dermed svært viktig for at en bedrift skal kunne drive forretning og overleve over tid.
For å kunne få et godt bilde av SalMar ASA sin lønnsomhet, har vi valgt å se på de tre nøkkeltallene totalkapitalrentabilitet, egenkapitalrentabilitet og driftsmargin.

5.1.1 Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabilitet er et mål på hvor godt bedriften har vært drevet, og viser hvordan inntjeningen har vært i perioden. Dette nøkkeltallet viser hvor effektivt bedriften har forvaltet sine ressurser, og viser dermed avkastningen til bedriften på den samlede kapitalen som er bundet i bedriften. Dermed er det nødvendig at totalkapitalrentabiliteten er høyere enn renten på bedriftens lån.
Hva som er en god totalkapitalrentabilitet varierer fra bedrift til bedrift og kommer an på totalkapitalrentabiliteten til konkurrenter, totalkapitalrentabilitet fra tidligere år, og eventuelle konjunktursvingninger. Likevel vil en totalkapitalrentabilitet på over 10% sees på som god, da denne er godt over et godkjent avkastningskrav.
Formelen for totalkapitalrentabilitet er som følger:

$$Totalkapitalrentabilitet = \frac{(Resultat\ før\ skattekostnad + finanskostnad) * 100\%}{Gjennomsnittlig\ Totalkapital}$$



År	2014	2015	2016	2017	2018
Totalkapitalrentabilitet i %	17,49%	14,13%	28,39%	22,88%	32,57%

Figur 5.1 Historisk utvikling totalkapitalrentabilitet

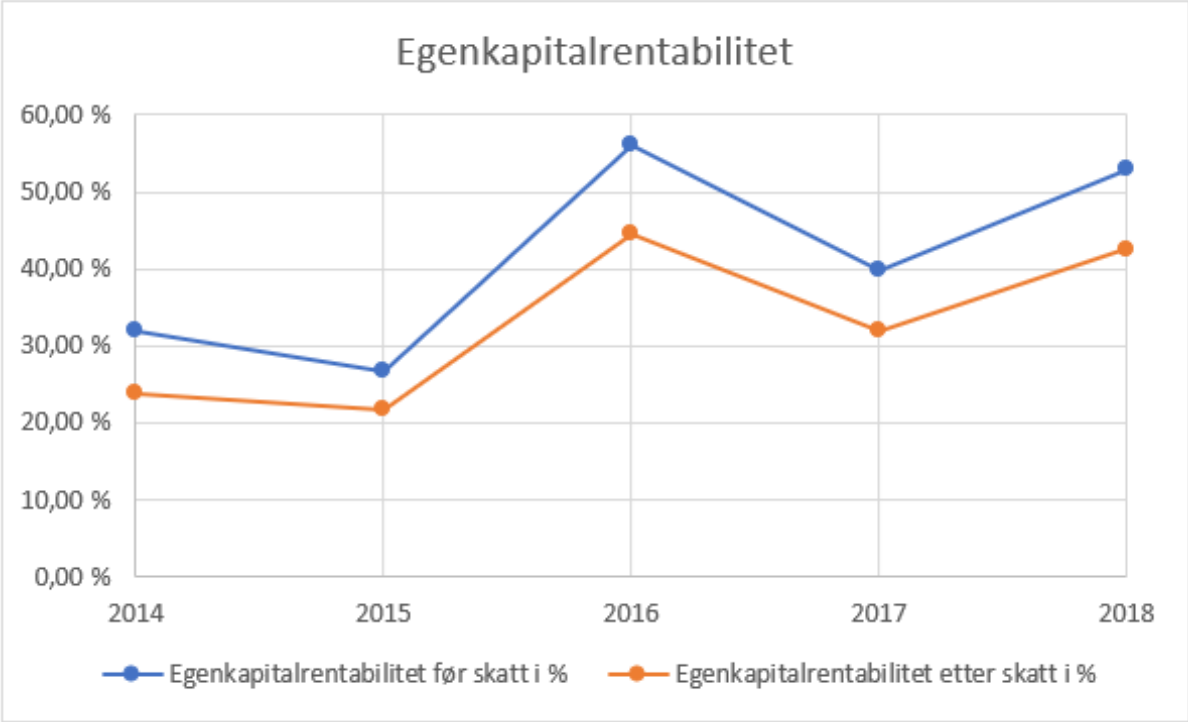
Slik vi kan se av figur 5.1 må SalMar sies å han en svært god totalkapital da denne er på godt over 10% gjennom hele perioden. I tillegg ser det ut til å være en sterkt oppadgående trend i totalkapitalrentabiliteten, noe som indikerer at SalMar har blitt bedre til å utnytte sine økonomiske ressurser denne 5 års perioden.

5.1.2 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabilitet viser avkastningen på egenkapitalen. Dette nøkkeltallet benyttes også ofte av investorer hvor de kan rangere ulike bedrifter for å finne ut hvor stor del av resultatet som tilfaller egenkapitalen. På grunnlag av dette er egenkapitalrentabilitet etter skatt det mest brukte.

Formelen for egenkapitalrentabilitet er som følger:

$$Egenkapitalrentabilitet\ før\ skatt = \frac{Ordinært\ resultat\ før\ skatt * 100\%}{Gjennomsnittlig\ egenkapital}$$



År	2014	2015	2016	2017	2018
Egenkapitalrentabilitet før skatt i %	31,94 %	26,70 %	56,13 %	39,81 %	52,98 %
Egenkapitalrentabilitet etter skatt i %	23,84 %	21,78 %	44,52 %	32,03 %	42,59 %

Figur 5.2 Historisk utvikling egenkapitalrentabilitet

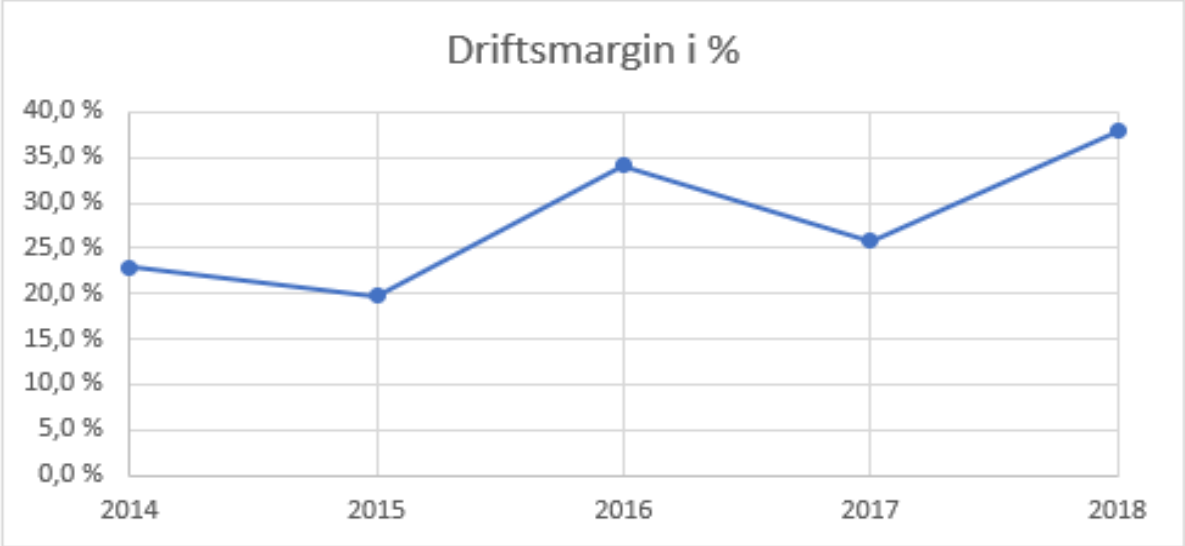
Som nevnt innledningsvis viser egenkapitalrentabiliteten avkastningen på eiernes innskutte kapital i bedriften, og endringene i nøkkeltallet år for år viser hvordan tidligere investeringer til SalMar utvikler seg. Ut ifra Figur 5.2 kan man se at egenkapitalrentabilitet før og etter skatt er tett korrelerte, noe som skyldes en relativt stabil skattesats. Som følge av denne bacheloroppgaven dreier seg om en verdivurdering av SalMar, legger vi derfor vekt på egenkapitalrentabilitet etter skatt, da denne kan benyttes til å sammenligne avkastningen på eiernes innskutte kapital på tvers av ulike selskaper. Figur 5.2 viser at det er en positiv trend i egenkapitalrentabiliteten etter skatt, med en topp i 2016 hvor avkastningen på investeringen i SalMar ASA var på 44,52%. Den svakeste egenkapitalrentabiliteten etter skatt var i 2015, hvor egenkapitalrentabiliteten etter skatt var på 21,78%. Dette er likevel et sterkt resultat, da en viktig faktor for hva som er en god egenkapitalrentabilitet kommer an på risikoen som er knyttet til investeringen. SalMar ASA er et solid selskap med begrenset risiko, og det kan derfor konkluderes med at SalMar ASA har en solid og god egenkapitalrentabilitet.

5.1.3 Driftsmargin

Driftsmarginen viser driftsresultatet i prosent, som er hvor mye en bedrift har tjent på driften før det tas hensyn til finansielle inntekter og kostnader. Driftsmarginen indikerer derfor hvor mye en bedrift tjener per omsatte krone, og viser hvor lønnsom og prissensitiv bedriften er. (finansleksikon, u.å.)

Formelen for driftsmargin er som følger:

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



År	2014	2015	2016	2017	2018
Driftsmargin i %	22,92 %	19,71 %	34,17 %	25,81 %	37,97 %

Figur 5.3 Historisk utvikling driftsmargin

Av figur 5.3 kan vi se at driftsmarginen har steget med 15,05 prosentpoeng, fra 22,92% i 2014 til 37,97% i 2018. Til tross for en nedgang fra 2016 til 2017 ser det ut til at driftsmarginen til SalMar har stabilisert seg på et noe høyere nivå. I 2018 var driftsmarginen på matfiskproduksjonen 32,8% (Fiskeridirektoratet, 2019), mens driftsmarginen til de 20 største børsnoterte oppdretterne lå på 25,7%. Lakseoppdrettsbransjen har tidligere vist seg å være svært syklisk med store konjunktursvingninger, men har de siste årene sett ut til å utjevne seg på et relativt høyt nivå (Berge, 2019). Hovedårsaken til den økte driftsmarginen for bransjen i

denne perioden kommer hovedsakelig fra kraftig økte laksepriser, den gjennomsnittlige kiloprisen på laks var i 2014 på 40,30 NOK, mens den i 2018 hadde steget til 60,76 NOK(Fishpool). SalMar leverte i 2018 en svært bra driftsmargin sammenlignet med gjennomsnittet til sine nærmeste konkurrenter, med en 12,3-prosentpoeng høyere driftsmargin. Hovedårsakene til dette skyldes økningen i lakseprisene samt at SalMar gikk fra stadig økende produksjonskostnader per kilo laks fram til 2016, til en reduksjon i produksjonskostnadene i 2017 og 2018. I tillegg har slaktevolumet til SalMar økt med 1,06%, fra 141 000 tonn i 2014 til 142 500 tonn i 2018.

5.2 Finansiering og soliditet

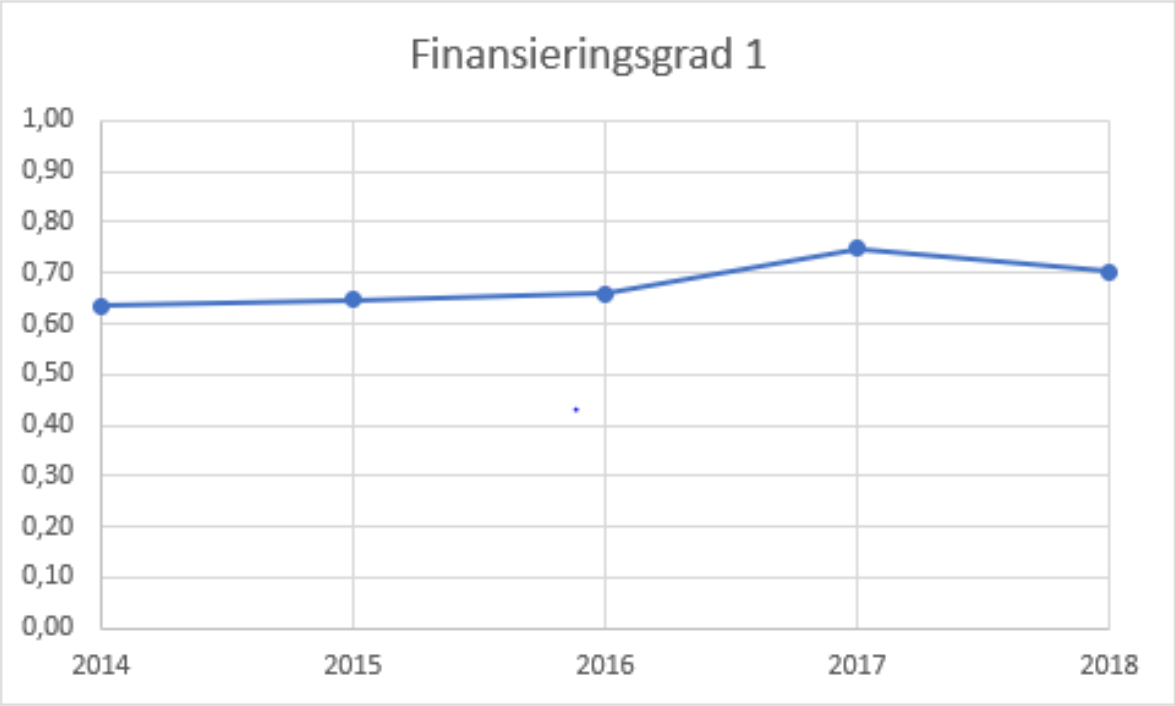
"Med finansiering menes både anskaffelse og anvendelse av kapital. En analyse av finansiering tar utgangspunkt i sammensetningen av bedriftens eiendeler. Soliditet er nært knyttet til finansiering og sier noe om en bedrifts evne til å tåle tap". (Kristoffersen, 2019, s. 459-463)

Finansieringen til en bedrift kan både være kortsiktig og langsiktig. Hvordan en sunn bedrift bør finansiere sine eiendeler avhenger fra bransje til bransje, men som hovedregel bør anleggsmidler og en del av omløpsmidlene være finansiert av egenkapital og langsiktig gjeld. Soliditet tar utgangspunkt i hvor stor del av bedriftens eiendeler som er finansiert ved egenkapital, og dermed hvor sårbar bedriften er mot tap over tid. For å analysere SalMar ASA sin finansieringsstruktur og soliditet har vi valgt å se nærmere på følgende nøkkeltall.

5.2.1 Finansieringsgrad 1

"Finansieringsgrad 1 viser i hvor stor grad anleggsmidlene er langsiktig finansiert. Som langsiktig kapital regnes egenkapital og langsiktig gjeld" (Kristoffersen, 2019, s. 460)

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



År	2014	2015	2016	2017	2018
Finansieringsgrad 1	0,63	0,65	0,66	0,75	0,70

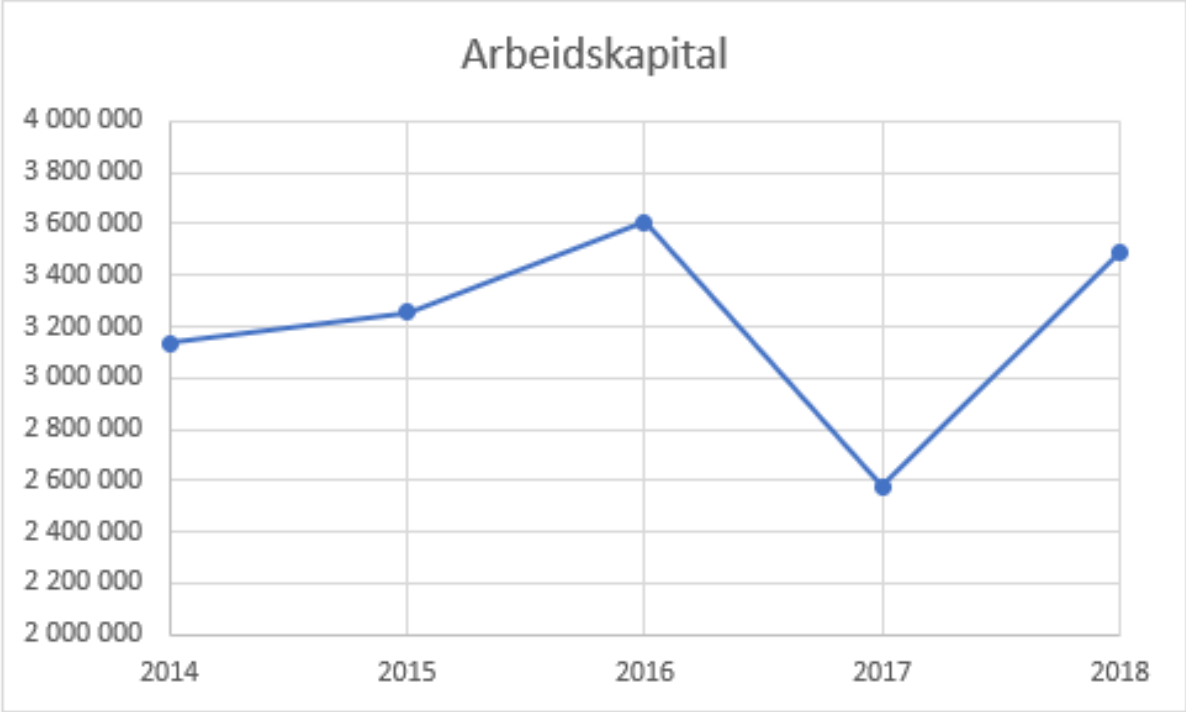
Figur 5.4 Historisk utvikling finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 bør være mindre enn 1, noe den er i alle de 5 årene. Årsaken til at den bør være mindre enn 1 er at dersom den er over 1, betyr det at SalMar ASA har benyttet kortsiktig kapital til å finansiere eiendelene. Ut ifra figur 5.4 kan man se at det er en økende trend, men at nøkkeltallet likevel holder seg godt under 1 i alle årene. Som følge av dette kan det konkluderes med at SalMar ASA har en tilfredsstillende og sunn finansiering av de langsiktige eiendelene.

5.2.2 Arbeidskapital

Arbeidskapital viser forskjellen mellom omløpsmidler og den kortsiktige gjelden, og kan deles opp i kundefordringer, leverandørgjeld og varelager. Varelageret til SalMar er hovedsakelig biologiske eiendeler. Dermed vil en positiv arbeidskapital vise at alle anleggsmidlene og deler av omløpsmidlene er langsiktig finansiert, mens en negativ arbeidskapital viser at anleggsmidlene er delvis kortsiktig finansiert. Følgelig vil positiv arbeidskapital være ønskelig (Dahle, 2019).

$$Arbeidskapital = Omløpsmidler - Kortsiktig\ gjeld$$



År	2014	2015	2016	2017	2018
Arbeidskapital	3 135 990	3 257 519	3 607 356	2 575 752	3 489 449

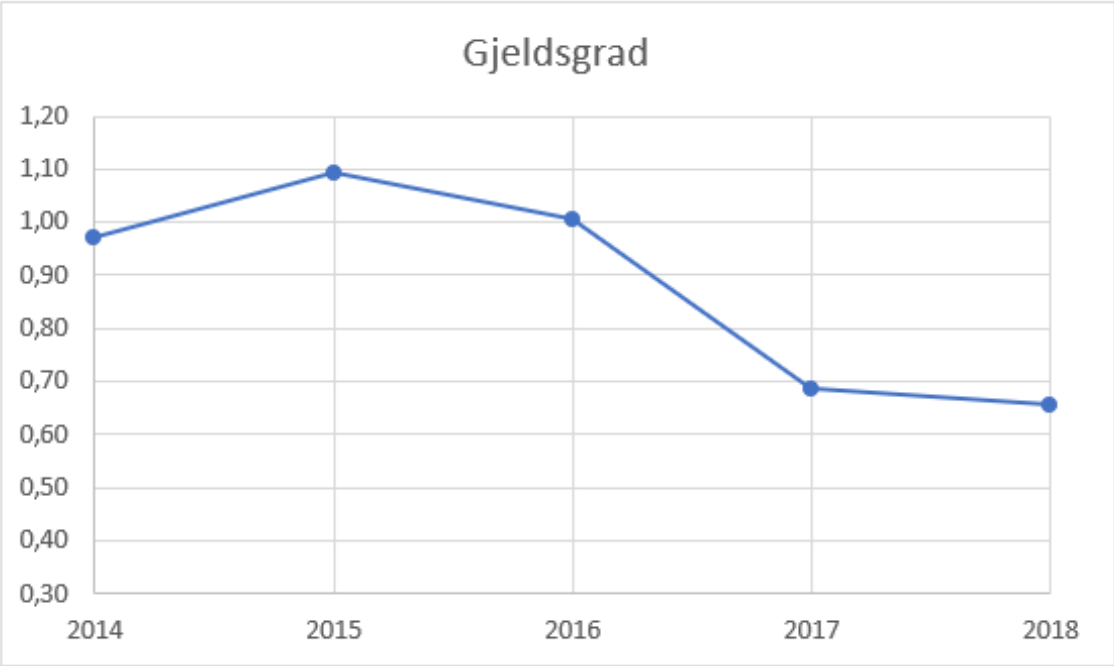
Figur 5.5 Historisk utvikling arbeidskapital

Vi kan se av figur 5.5, at SalMar ASA sin arbeidskapital har vært relativt stabil i hele perioden med et lite dropp i 2017, men en positiv arbeidskapital gjennom hele perioden indikerer en sunn finansieringsstruktur. Droppet i 2017 skyldes en nedgang i omløpsmidler på 17% fra 6 393 351 i 2016 til 5 315 649 i 2017, mens nedgangen i kortsiktig gjeld kun var på 1,7% fra 2 785 995 i 2016 til 2 739 897 i 2017. Arbeidskapitalen i 2017 ligger likevel på 23,8% av omsetningen, noe som er godt over ønskelig (10-15%). Vi kan se at SalMar gjennom hele perioden har mellom 2,5 og 3,5 milliarder tilgjengelig i kortsiktig kapital, dette er kapitalt som fungerer som en buffer mot eventuelle kortsiktige utgifter. Arbeidskapitalen er nært knyttet til likviditetsgrad 1, og indikerer at SalMar har en god likviditet, men dette vil bli diskutert senere, under likviditetsgrad 1 og 2.

5.2.3 Gjeldsgrad

Gjeldsgraden er et nøkkeltall som viser forholdet mellom gjeld og egenkapital. Desto lavere forholdstallet mellom kapital som er finansiert av eierne og kapital som er finansiert av utenforstående er, desto mer solid bedriften.

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



År	2014	2015	2016	2017	2018
Gjeldsgrad	0,97	1,09	1,01	0,69	0,66

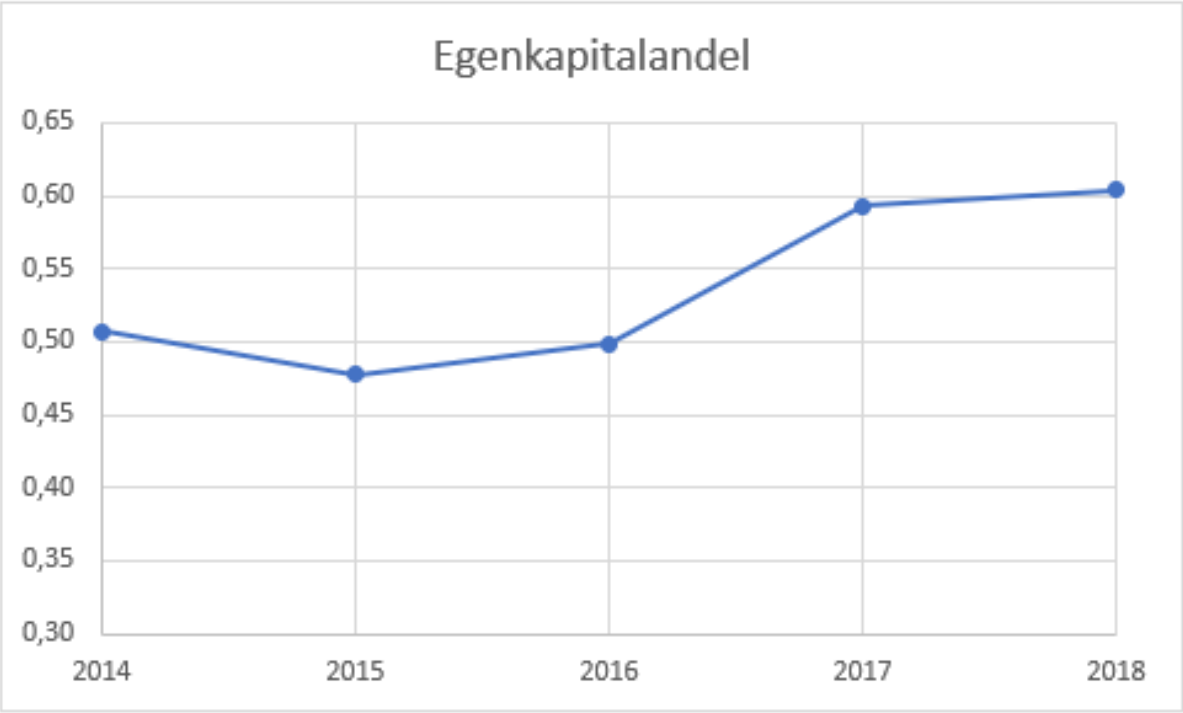
Figur 5.6 Historisk utvikling gjeldsgrad

Gjeldsgraden har i løpet 5 års perioden vært veldig solid. Gjeldsgraden var på sitt høyeste i 2015. Den var da på 1,09, noe som betyr at egenkapital og gjelden er omtrent like stor. Gjeldsgraden har en nedadgående trend, og i 2018 var den på 0,66. En tommelfingerregel er at en gjeldsgrad på under 2 blir ansett som bra. Desto lavere gjeldsgraden er, desto mer solid er bedriften. Årsaken til dette er at det er mindre renter og avdrag som skal ut til kreditorene, og risikoen ved investeringen blir dermed mindre. Med en gjeldsgrad på 0,66 i 2018 er dermed SalMar ASA en solid bedrift.

5.2.4 Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen viser hvor mye kapital bedriften sitter igjen med dersom den hadde omgjort alle sine eiendeler til kontanter og nedbetalt gjeld. Forholdstallet mellom hvor mye som er finansiert med egne midler og hvor mye som er finansiert med gjeld, forteller hvor bra soliditeten til bedriften er. Desto høyere forholdstallet er, desto bedre er soliditeten.

$$Egenkapitalandel = \frac{Egenkapital * 100\%}{Totalkapital}$$



År	2014	2015	2016	2017	2018
Egenkapitalandel	0,51	0,48	0,50	0,59	0,60

Figur 5.7 Historisk utvikling egenkapitalandel

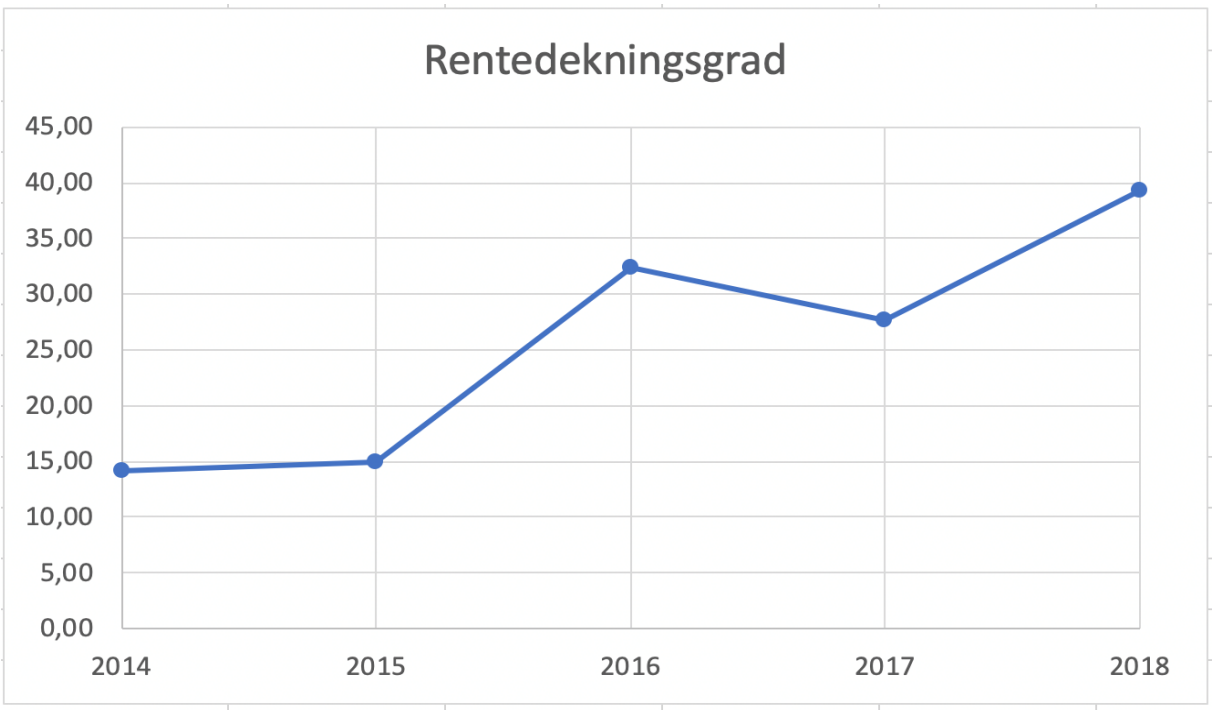
Det er en klar positiv trend i egenkapitalandelen til SalMar ASA. Det finnes ingen klare grenser for hvor stor egenkapitalen bør være, men det er helt klart positivt med høy egenkapitalandel da det gjør en bedrift bedre rustet i tider hvor det er lavkonjunktur. På den andre siden må ikke egenkapitalandelen være alt for høy, da dette vil føre til lavere skattefordeler. Noe som vil svekke eiernes interesser på grunn av lavere avkastning på egenkapitalen. Hva som er en tilfredsstillende egenkapitalandel, varierer fra bransje til bransje og hvilken risiko som er knyttet til selskapet. Oppdrettsbransjen har de siste årene vist seg å være en relativt trygg bransje som har vært veldig lønnsom, men som på sikt kan være følsom for sjokk i etterspørsels markedet da store deler av laksen eksporteres til utlandet. I 2017 var den gjennomsnittlige egenkapitalandelen for norske aksjeselskaper 0,47, i slutten av 2018 ser bransjesnittet ut til å nærme seg gjennomsnittet til norske aksjeselskaper (Kampevoll, 2019). SalMar ASA hadde en egenkapitalandel på 0,6 i 2018, noe som langt over gjennomsnittet og kan dermed anses som et trygt selskap. Det er relativt smart av SalMar å bygge opp en relativt høy egenkapitalandel i disse høykonjunktur-tider, da oppdrettsbransjen har vist seg å være

syklisk og dermed kan bli utsatt for et sjokk og gå inn i en lavkonjunktur (selv om denne sykliske trenden som nevnt tidligere har sett ut til å utjevne seg noe). Dermed fungerer denne høye egenkapitalandelen som en buffer mot nedgangstider. Egenkapitalandelen er heller ikke alt for høy til at skattefordelene blir påvirket, eiernes interesser er dermed ivaretatt.

5.2.5 Rentedekningsgrad

"Rentedekningsgraden forteller i hvilken grad en bedrift er i stand til å betale sine rentekostnader." (Kristoffersen, 2019, s. 465). En analyse av rentedekningsgraden viser om dagens lønnsomhetsnivå dekker bedriftens rentekostnader og om de eventuelt kan ta på seg høyere gjeldsrenter. Rentedekningsgraden bør være på over 3, og hvertfall ikke under 1, da dette indikerer at bedriften taper penger

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



År	2014	2015	2016	2017	2018
Rentedekningsgrad	14,12	15,01	32,43	27,7	39,35

Figur 5.8 Historisk utvikling rentedekningsgrad

Som vi kan se av figur 5.8 har SalMar gjennom hele perioden en rentedekningsgrad på langt over det som sies å være akseptabelt. Dette indikerer at SalMar drives lønnsomt og at de er i

stand til å dekke sine rentekostnader. Rentedekningsgraden ser ut til å ha en økende trend, og det ser dermed ut til at SalMar drives mer og mer lønnsomt og dermed er i stand til å pådra seg større rentekostnader, uten at dette vil skape lønnsomhetsproblemer for selskapet.

5.3 Likviditet

"En likviditetsanalyse er en analyse av en bedrifts betalingsevne, og innebærer en kartlegging av bedriftens evne til å betale sine forpliktelser ved forfall." (Kristoffersen, 2019, s. 466) En god likviditet er viktig for at en bedrift skal være godt rustet mot framtidige utgifter, både forventede og uforutsette utgifter. Dette avhenger av at deres eiendeler raskt kan omgjøres til kontanter. For å vurdere hvor godt rustet SalMar ASA er mot framtidige utgifter har vi valgt å se på følgende nøkkeltall i likviditetsanalysen:

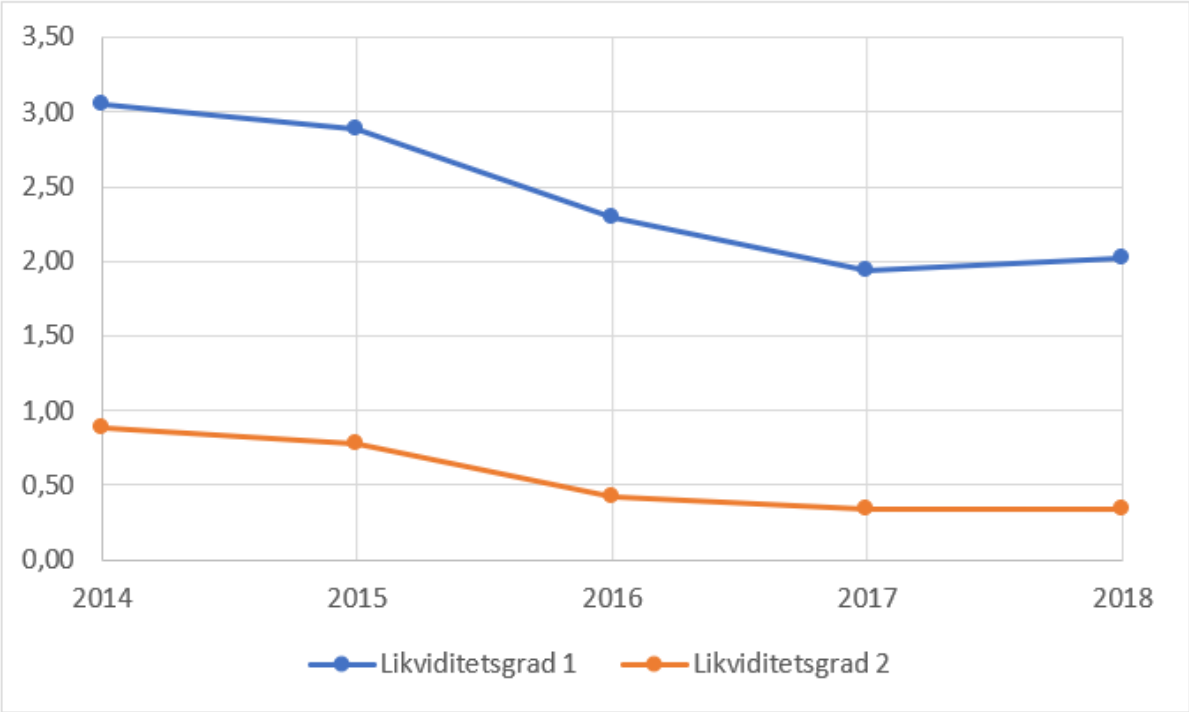
5.3.1 Likviditetsgrad 1 og Likviditetsgrad 2

I likhet med arbeidskapitalen regnes likviditetsgrad 1 ut ifra omløpsmidler og kortsiktig gjeld, og viser hvor stor grad omløpsmidlene er finansiert av kortsiktig gjeld.
I motsetning til arbeidskapital som er et tall på hvor mye kortsiktig kapital bedriften har tilgjengelig, så er likviditetsgraden et forholdstall på hvordan bedriften er i stand til å betale den kortsiktige gjelden med lett tilgjengelige midler.

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

Likviditetsgrad 2 viser også betalingsevnen til en bedrift og evnen til å betale sine forpliktelser ved forfall. Men varelagrene til en bedrift inngår i omløpsmidlene og er ofte vanskeligere å omsette enn de øvrige omløpsmidlene som bankinnskudd og kundefordringer. Med andre ord viser likviditetsgrad 2 alle omløpsmidler med unntak av varelager, altså de mest likvide.

$$Likviditetsgrad\ 2 = \frac{Mest\ likvide\ omløpsmidler}{Kortsiktig\ gjeld}$$



År	2014	2015	2016	2017	2018
Likviditetsgrad 1	3,05	2,89	2,29	1,94	2,02
Likviditetsgrad 2	0,88	0,78	0,42	0,34	0,34

Figur 5.9 Historisk utvikling likviditetsgrad 1 og 2

Ut ifra figur 5.9, kan vi se at det er en nedadgående trend i både likviditetsgrad 1 og 2, noe som må sies å være negativt for SalMar ASA. En tommelfingerregel for en sunn bedrift er at likviditetsgrad 1 burde ligge i overkant av 2, mens likviditetsgrad 2 burde ligge i overkant av 1. Dette betyr at SalMar ASA har ligget i grenseland de 2 siste årene når det gjelder likviditetsgrad 1, mens et godt stykke under på likviditetsgrad 2. Denne nedadgående trenden skyldes at den kortsiktige gjelden har økt med 124% fra 1 532 974 i 2014 til 3 435 174 i 2018, mens omløpsmidlene kun har økt med 48,31% fra 4 668 964 i 2014 til 6 924 623 i 2018.

Siden likviditetsgrad 1 er akkurat på et akseptabelt nivå, mens likviditetsgrad 2 er langt under tyder dette på at store deler av SalMar sine omløpsmidler er knyttet opp imot varelageret, noe vi også kan se ut ifra regnskapet. Årsaken til at vi også velger å inkludere likviditetsgrad 2 i regnskapsanalysen er at store deler av SalMars varelager er ferskvare som har begrenset holdbarhetstid. Dette vil dermed være en risiko knyttet til en investering i SalMar ASA. Dermed må denne nedadgående trenden i likviditetsgrad 2 sies å være svært uheldig for SalMar.

5.4 Oppsummering regnskapsanalyse

Ut ifra de tre nøkkeltallene totalkapitalrentabilitet, egenkapitalrentabilitet og driftsmargin, kan vi konkludere med at SalMar driftes svært lønnsomt, og det er en positiv trend i lønnsomheten. Denne trenden kan skyldes en fremadstormende oppdrettsbransje hvor økende laksepriser og etterspørsel etter laks er sterke pådrivere for økt lønnsomhet i bransjen. Ut ifra nøkkeltallet driftsmargin kan vi se at SalMar er en av de fremste aktørene i oppdrettsbransjen når det kommer til lønnsomhet.

SalMar viser en svært tilfredsstillende soliditet og god finansieringsstruktur, med en god evne til å anskaffe og anvende selskapets kapital. Dette gjør SalMar til en robust aktør som har opparbeidet seg en god buffer, og har dermed en god evne til å tåle tap i lavkonjunkturer. Disse nøkkeltallene viser dog ikke en like stor oppadgående trend som lønnsomheten, men ligger likevel på et jevnt høyt nivå gjennom hele perioden.

Likviditeten til SalMar har gjennom hele perioden ligget helt i grenseland for hva som kan anses som akseptabelt. Trenden har i tillegg vært svakt nedadgående. Dette er dermed noe SalMar bør ta tak i for å kunne være godt rustet mot framtidige utgifter.

Alt i alt kan det konkluderes med at SalMar er en svært lønnsom og solid bedrift som ligger langt over hva som kan anses som et akseptabelt nivå på de fleste nøkkeltall. For å kunne opprettholde sin gode posisjon i oppdrettsbransjen er det dermed viktig at SalMar har et økt fokus på den negative likviditetstrenden da denne kan skape problemer for SalMar.

6. Fundamental Verdsettelse

For å kunne komme med en estimering av verdi per aksje, må vi foreta en grundigere fundamental analyse av SalMar. Dermed vil vi i denne delen komme med en prognose av fremtidige kontantstrømmer hos SalMar, beregne et tilfredsstillende avkastningskrav og bruke dette til å neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene tilbake til dagens verdi.

6.1 Prognose av fremtidige kontantstrømmer

Det finnes flere ulike metoder man kan benytte for å verdsette et selskap, hvor de fleste er basert på analyse av fremtidige kontantstrømmer. Vi har i denne analysen valgt å estimere kontantstrømmene til totalkapitalen, altså ved hjelp av den såkalte totalkapitalmetoden.

Som følge av Corona-utbruddet, har det skjedd store endringer i etterspørselsmarkedet (Ytreberg, 2020). Det ser ut dog til at den verste krisen i Kina er over og at etterspørselen har begynt å ta seg gradvis opp igjen, men at coronaviruset har tatt springfart inn i Europa og USA. Dette vil skape mye usikkerhet rundt de fremtidige kontantstrømmene til SalMar, noe som gjør at vi har valgt å være konservative i vår analyse. Dette som følge av at vi ikke skal overestimere prisen per aksje.

For å estimere de fremtidige frie kontantstrømmene ser vi på historiske data fra selskapet. Det er viktig å ha i bakhodet at de historiske dataene ikke nødvendigvis vil gi et korrekt fremtidsbilde, da det kan skje store endringer med tiden. Blant annet Corona som er blitt nevnt tidligere. Som følge av dette kommer vi til å gjøre skjønnsmessige vurderinger og eventuelle justeringer, for å få et så nøyaktig fremtidsbilde som mulig.
Data er hentet fra årsrapportene for de respektive årene, samt fra fjerde kvartalsrapport for 2019.

6.1.1 Driftsinntekter

Driftsinntektene påvirkes i hovedsak av de to faktorene: laksepris og slakte-/salgsvolum.

Laksepris

Lakseprisen er en avgjørende faktor for driftsinntektene til SalMar, da driftsinntektene og lakseprisene er sterkt korrelerte. Historiske data hentet fra Fish Pool viser at det har vært en jevn og solid stigning i lakseprisen fram til 2016, og videre holdt seg på et stabilt høyt nivå rundt 60 NOK/kg. Dette gjenspeiles også i driftsinntektene til SalMar. Lakseprisen fikk seg et knekk i skifte mellom januar og februar. Dette som en direkte konsekvens av Coronaviruset som har medført en betydelig nedgang i etterspørsel etter laks, spesielt i Kina. SalMar har dog en kontraktsdekning i første og andre kvartal 2020 på henholdsvis 30% og 20%.
Når det kommer til fremtidsutsiktene i lakseprisen, har vi valgt å innhente data fra Fish Pool. Det er viktig å bemerke at lakseprisene vil bli mer unøyaktige desto lengre fram i tid de

estimeres. Når vi har innhentet data har vi valgt å regne gjennomsnittet i "forward prices" i lakseprisen for hvert år.

År	2020	2021	2022
Estimert Gjennomsnittspris	60,18	61,50	60,00

Tabell 6.1 Prognoser laksepris

Ut ifra tabell 6.1 ser vi at lakseprisen holder seg stabil rundt 60 NOK/kg. Som følge av dette og stabiliseringen fra 2016 setter vi en konstant estimert framtidig laksepris på 60 NOK/kg for de kommende årene.

Slakte-/salgsvolum

En annen svært vesentlig faktor for driftsinntektene er som nevnt SalMars slaktevolum. SalMar hadde et i 2019 et slaktevolum på 153 100 tonn kontra 142 500 tonn i 2018. Historiske data de 5 siste årene viser en gjennomsnittlig økning i slaktevolum på 3,64% fra 2015 til 2019, se tabell 6.2. En av hovedårsakene til økning på 7,44% i slaktevolum fra 2018 til 2019, er SalMars akkumulasjon av eierandel i Arnarlax til å eie over 50%. Dette førte til at Arnarlax ble konsolidert inn i regnskapet i 2019, noe de ikke har vært tidligere år. Dette påvirker dermed slaktevolumet i 2019, da deler av Arnarlax slaktevolum vil bli med i beregningene.

År	2015	2016	2017	2018	2019
Slaktevolum	136400	115600	135200	142500	153100
Vekst		-15,25 %	16,96 %	5,40 %	7,44 %
Gjennomsnittlig vekst 2015-2019	3,64 %				

Tabell 6.2 Utvikling slaktevolum

Ved estimering av videre vekst har vi valgt å ta et gjennomsnitt av historisk vekst i slaktevolum med noen justeringer. I henhold til beregninger fra Sjømatrådet er det ventet en stor økning i eksport av laks til Kina (Kampevoll, 2019). Som følge av at SalMar er en av de fremste produsenter av laks i Norge, kan man forvente at SalMar får en del av denne kaken. Dette kan virke som noe overoptimistisk, men kan sees på som en sterk indikator på at en videre vekst i slaktevolum vil opprettholdes i henhold til gjennomsnittlig vekst de siste årene.

Et kritisk punkt ved estimeringen av fremtidig slaktevolum er om det blir innført en lakseskatt eller ikke, da lakseskatt vil legge en demper på den videre utviklingen i slaktevolum. En

annen faktor som vil være med å dempe slaktevolumet til SalMar, er den pågående Corona-pandemien. Dette skaper som nevnt mye usikkerhet i etterspørsel markedet, noe som truer fremtidig slaktevolum, spesielt i første og andre kvartal 2020. Ifølge et nyhetsoppslag publisert av Dagens Næringsliv 28. februar 2020 har Coronakrisen bidratt til et fall i etterspørselen fra Kina på nær 90%. Dette er en skremmende stor reduksjon i etterspørselen da Kina er et av de største markedene for fersk laks. På den andre siden hevder denne artikkelen at nedgangen i eksport av laks til Kina ikke har påvirket de ulike lakseselskapene i Norge i så stor grad enda, da det har vært stor etterspørsel etter laks i andre markeder enn Kina. (Ytreberg, 2020)
Det er fortsatt stor usikkerhet knyttet til konsekvensene og den videre utviklingen av Coronapandemien, og vi kommer derfor til å utføre en sensitivitetsanalyse av selve slaktevolumet og lakseprisen, for å danne ulike scenarioer som illustrerer hvordan verdien per aksje blir påvirket av endring i slaktevolum og/eller laksepris.

Selv om Dagens Næringsliv henviser til at oppdrettsselskapene ikke har blitt påvirket av Coronapandemien i så stor grad, har vi funnet det fornuftig å ta utgangspunkt i et relativt stort fall i slaktevolumet som følge av usikkerheten rundt viruset. Vi har dermed konkludert med at et fall på 15% kan anses som realistisk, da vi tolker situasjonen som dramatisk og vil påvirke SalMar fram til tidligst tredje kvartal 2020. Vi har tro på at ting vil begynne å stabilisere seg i 2021 og at vi vil få en "Bounce back" i slaktevolum da det er satt i gang store tiltak fra myndighetene over hele verden for å holde økonomien og markedene gående. Som følge av dette estimerer vi en vekst i slakte/salgsvolum på 10% i 2021, 5% i 2022 og en jevn vekst på 3,64% fra og med 2023.

Oppsummering Driftsinntekter

Da driftsinntektene som nevnt er mest påvirket av salgspris og slakte-/salgsvolumet, vil vi i vår analyse av de framtidige driftsinntektene multiplisere disse to faktorene og legge til et gjennomsnittlig avvik som vi finner ved å se på forskjellen i estimert verdi og virkelig verdi i årene 2015-2019. Det estimerte avviket er på 29,78% og vist i tabell 6.3. Som vi kan se er avviket svært høyt, dette skyldes at posten "andre driftsinntekter" er inkludert, samt andre faktorer enn lakseprisen og slakte-/salgsvolumet som påvirker driftsinntektene, dette kan være salgskontrakter, valutakurser og salgstidspunkt. Da dette avviket er relativt jevnt gjennom perioden vil det gjennomsnittlige avviket sammen med lakseprisen og slakte-/salgsvolum gi et

relativt bra bilde på driftsinntektene til SalMar. Som følge av en noe oppadgående trend i avviket har vi valgt å oppjustere det gjennomsnittlige avviket til 30,5%.

År	2015	2016	2017	2018	2019
Slakte-/salgsvolum	136 400,00	115 600,00	135 200,00	142 500,00	153 100,00
Lakse i (NOK/kg)	42,09	63,13	60,88	60,76	59,15
Volum*laksepris (i 1000)	5 741 076,00	7 297 828,00	8 230 976,00	8 658 300,00	9 055 865,00
Virkelig driftsinntekt (i 1000)	7 326 202,00	9 029 814,00	10 817 238,00	11 342 554,00	12 237 600,00
Avvik driftsinntekt	27,61 %	23,73 %	31,42 %	31,00 %	35,13 %
Gjennomsnittlig avvik	29,78 %				

Tabell 6.3 Gjennomsnittlig avvik driftsinntekter

Dermed gir de 3 faktorene laksepris, slakte-/salgsvolum og avvik i driftsinntekter følgende fremtidige prognoser av driftsinntektene:

År	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Slakte-/salgsvolum	153 100	130 135	143 149	150 306	155 777	161 447
Laksepris (NOK/kg)	59,15	60,00	60,00	60,00	60,00	60,00
Volum*laksepris	9 055 865,00	7 808 100,00	8 588 910,00	9 018 355,50	9 346 623,64	9 686 840,74
Driftsinntekter	12 237 600,00	10 189 570,50	11 208 527,55	11 768 953,93	12 197 343,85	12 641 327,17

Tabell 6.4 Prognoser driftsinntekter

6.1.2 Varekostnad

Generelt beregnes fremtidige varekostnader som en andel ut ifra driftsinntektene, da disse bruker å være sterkt korrelerte. Dermed har vi valg å sjekke om SalMars varekostnader og driftsinntekter følger hverandre, gjennom å regne ut korrelasjonskoeffisienten mellom de. Korrelasjonskoeffisienten er et mål på samvariasjon og varierer mellom -1 og 1, og desto nærmere -1 eller 1 koeffisienten er, desto mer korrelerte er variablene.

År	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsinntekt	7 326 202,00	9 029 814,00	10 817 238,00	11 342 600,00	12 237 600,00
Varekostnad	3 562 811,00	4 000 818,00	4 722 474,00	4 585 491,00	5 770 000,00
Andel	48,63 %	44,31 %	43,66 %	40,43 %	47,15 %
Gjennomsnittlig andel	44,83 %				
Korrelasjon	0,9295				

Tabell 6.5 Historisk utvikling varekostnader

Av tabell 6.5 ser vi at varekostnaden og driftsinntektene er sterkt korrelerte (93%), noe som betyr at driftsinntektene og varekostnadene følger hverandre tett. Vi kan dermed benytte en gjennomsnittlig andel fra tidligere år i vår estimering av fremtidige varekostnader. Av tabell 6.5 ser vi at den gjennomsnittlige varekostnaden til SalMar utgjør 45% av driftsinntektene i

perioden 2015-2019, dermed vil vi benytte oss av denne i våre fremtidige estimater av varekostnadene.

Dette gir følgende prognoser for de fremtidige varekostnadene:

År	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Driftsinntekter	12 237 600,00	10 189 570,50	11 208 527,55	11 768 953,93	12 197 343,85	12 641 327,17
Varekostnader	5 770 000,00	4 585 306,73	5 043 837,40	5 296 029,27	5 488 804,73	5 688 597,22

Tabell 6.6 Prognoser varekostnader

6.1.3 Lønnskostnad

I likhet med varekostnadene har vi valgt å benytte den gjennomsnittlige andelen lønnskostnadene utgjør av driftsinntektene til å estimere de fremtidige lønnskostnadene. Som man kan se ut ifra tabell 6.7 er driftsinntektene og lønnskostnadene sterkt korrelerte, noe som betyr at ved å beregne andelen lønnskostnadene utgjør av driftsinntektene, vil vi få et godt estimat på hvor mye de vil utgjøre av våre fremtidige estimater av driftsinntektene. Vi legger dermed til grunn en andel på 9,52% i prognostiseringen av fremtidige lønnskostnader.

År	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsinntekt	7 326 202,00	9 029 814,00	10 817 238,00	11 342 600,00	12 237 600,00
Lønnskostnad	765 881,00	861 534,00	929 100,00	1 040 438,00	1 202 500,00
Andel	10,45 %	9,54 %	8,59 %	9,17 %	9,83 %
Gjennomsnittlig andel	9,52 %				
Korrelasjon	0,9358				

Tabell 6.7 Gjennomsnittlig andel lønnskostnader

Dette gir følgende prognose av fremtidige lønnskostnader:

År	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Driftsinntekter	12 237 600,00	10 189 570,50	11 208 527,55	11 768 953,93	12 197 343,85	12 641 327,17
Lønnskostnad	1 202 500,00	970 047,11	1 067 051,82	1 120 404,41	1 161 187,13	1 203 454,35

Tabell 6.8 Prognoser lønnskostnader

6.1.4 Andre driftskostnader

Tabell 6.9 viser at korrelasjonen mellom variablene driftsinntekter og andre driftskostnader er relativt sterk, noe som indikerer at andelen andre driftskostnader utgjør av driftsinntektene kan benyttes ved estimering av fremtidige andre driftskostnader. Oppgangen i andre driftskostnader i 2018 skyldes blant annet økte utfordringer med lakselus og en omklassifisering av leie av brønnbåter og servicebåter fra varekostnad til andre driftskostnader. Tabellen viser dog at det er en nedadgående trend (hvis man ser bort fra

omklassifiseringen i 2018), og vi vil dermed nedjustere den gjennomsnittlige andelen fra perioden når vi estimerer de fremtidige andre driftskostnader. I 2019 gikk de andre driftskostnadene ned, mens driftsinntektene økte, noe som forsterker inntrykket av den nedadgående trenden. Som følge av dette har vi valgt å sette den gjennomsnittlige andelen til 13% for de kommende årene.

År	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsinntekter	7 326 202,00	9 029 814,00	10 817 238,00	11 342 600,00	12 237 600,00
Andre driftskostnader	1 272 186,00	1 377 795,00	1 584 825,00	1 768 036,00	1 479 000,00
Andel	17,36 %	15,26 %	14,65 %	15,59 %	12,09 %
Gjennomsnittlig Andel	14,99 %				
Korrelasjon	0,740				

Tabell 6.9 Gjennomsnittlig andel andre driftskostnader

Dette gir følgende prognose for de fremtidige andre driftskostnadene:

År	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Driftsinntekter	12 237 600,00	10 189 570,50	11 208 527,55	11 768 953,93	12 197 343,85	12 641 327,17
Andre Driftskostnader	1 479 000,00	1 324 644,17	1 457 108,58	1 529 964,01	1 585 654,70	1 643 372,53

Tabell 6.10 Prognoser andre driftskostnader

6.1.5 Avskrivning

For å estimere de fremtidige avskrivninger har vi valgt å se på historiske data fra de siste 5 årene, og beregne den gjennomsnittlige andelen avskrivningene utgjør av driftsinntektene. Som man kan se på tabell 6.11 er det en sterk korrelasjon mellom avskrivningene og driftsinntektene noe som medfører at denne metoden vil kunne gi oss et godt estimat på de fremtidige avskrivningene. Den gjennomsnittlige andelen avskrivningene utgjør av driftsinntektene er 4,43%, og vi legger dermed dette forholdstallet til grunn i våre beregninger.

År	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsinntekter	7 326 202,00	9 029 814,00	10 817 238,00	11 342 600,00	12 237 600,00
Avskrivninger	307 280,00	358 020,00	414 686,00	487 778,00	718 400,00
Andel	4,19 %	3,96 %	3,83 %	4,30 %	5,87 %
Gjennomsnittlig andel	4,43 %				
Korrelasjon	0,861				

Tabell 6.11 Gjennomsnittlig andel avskrivninger

Dette gir følgende fremtidige prognoser for avskrivningene:

År	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Driftsinntekter	12 237 600,00	10 189 570,50	11 208 527,55	11 768 953,93	12 197 343,85	12 641 327,17
Avskrivninger	718 400,00	451 673,75	496 841,12	521 683,18	540 672,44	560 352,92

Tabell 6.12 Prognoser avskrivninger

6.1.6 Virkelig verdijustering

Posten virkelig verdijustering i resultatregnskapet er ofte en post som inkluderes av oppdrettsselskaper. Denne posten inneholder verdijustering av biomasse, finansielle lakseprisderivater og urealiserte utslag fra valutaterminkontraktene (SalMar, 2018). Som man kan se på tabell 6.13 fluktuerer den virkelige verdijusteringen mye rundt 0, men med et lite overtall av positive verdier, derfor ser vi det som fornuftig å inkludere virkelig verdijustering i prognosene for fremtidige kontantstrømmer. For å kunne gi et mest mulig korrekt estimat på de fremtidige virkelige verdijusteringene har vi dermed valgt å beregne et gjennomsnitt av de virkelige verdijusteringene fra de historiske dataene. Den gjennomsnittlige virkelige verdijusteringen er 150 539, og vi holder dermed denne konstant i våre fremtidige prognoser.

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Virkelig verdijustering	-368 098	290 417	528 176	-232 349	39 932	653 955	-370 015	845 831	-33 000
Gjennomsnitt	150 539								

Tabell 6.13 Prognoser virkelig verdijustering

6.1.7 Skatt

Konsernet SalMar har sin hovedvirksomhet i Norge, og som følge av dette vil mesteparten av resultatet beskattes med en norsk skattesats. I henhold til regjeringens vedtak for 2020, er det besluttet en uendret skattesats fra 2019 (Regjeringen, 2019). Vi kommer dermed til å benytte en skattesats på 22% i våre prognoser av fremtidige estimater.

6.1.8 Arbeidskapital

Den fremtidige arbeidskapitalen er svært vanskelig å estimere da arbeidskapitalen varierer mye fra år til år. Vi har dermed valgt å benytte et vektet snitt av arbeidskapitalen fra tidligere år for å kunne estimerer den videre utviklingen i arbeidskapitalen. Denne metoden vil gi et godt bilde over endringen i arbeidskapitalen over tid, ved å inkludere både oppgangene og nedgangene i endringen i arbeidskapitalen.

År	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Arbeidskapital	3 974 447,00	3 135 990,00	3 257 519,00	3 607 356,00	2 575 752,00	3 489 449,00	4242300
Endring		-838 457,00	121 529,00	349 837,00	-1 031 604,00	913 697,00	752 851,00
Endring%		-21 %	4 %	11 %	-29 %	35 %	22 %
Gjennomsnitt	4 %						

Tabell 6.14 Gjennomsnittlig endring i arbeidskapital

Som følge av den store usikkerheten knyttet til Corona epidemien har vi valgt å estimere en negativ vekst arbeidskapitalen i år 2020, da det er utvilsomt at denne epidemien vil påvirke SalMar negativt. Vi forventer derfor en nedgang i arbeidskapitalen i år 2020 på 20%. Deretter forventer vi at ting vil nærme seg normalen igjen og vi vil få en økning i arbeidskapitalen på 10% i 2021, og videre en jevn vekst på 4% som vi beregnet ved å ta den gjennomsnittlige veksten i endringen i arbeidskapitalen fra de historiske dataene.

Dette gir følgende prognoser for endring i arbeidskapitalen:

År	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Endring Arbeidskapital	752 851,00	-848 460,00	339 384,00	149 328,96	155 302,12	161 514,20

Tabell 6.15 Prognoser endring arbeidskapital

6.1.9 Investering

For å estimere fremtidige investeringer har vi valgt å benytte det vektede snittet av andelen netto investeringene utgjør av driftsinntektene. Netto investeringer er kjøp av varige driftsmidler og immaterielle eiendeler fratrukket salg av varige driftsmidler. Netto investeringer for 2019 fant vi ved å se på differansen mellom inngående- og utgående balanse i de varige driftsmidlene og immaterielle eiendelene, samt legge til avskrivninger.

År	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsinntekter	7 326 202,00	9 029 814,00	10 817 238,00	11 342 600,00	12 237 600,00
Salg varige driftsmidler	0,00	2 298,00	3 933,00	210,00	
Kjøp varige driftsmidler og immatrielle eiendeler	726 677,00	1 096 824,00	937 084,00	945 997,00	
Netto investeringer	726 677,00	1 094 526,00	933 151,00	945 787,00	2 834 700,00
Andel	9,92 %	12,12 %	8,63 %	8,34 %	23,16 %
Gjennomsnittlig andel	12,43 %				
Korrelasjon	0,646				

Tabell 6.16 Gjennomsnittlig andel investeringer

Tabell 6.16 viser at korrelasjonen mellom variablene netto investeringer og driftsinntekter er sterk, noe som indikerer at det er en samvariasjon mellom variablene. Den gjennomsnittlige andelen netto investeringer er i forhold til driftsinntekter er 12,43%. Som følge av

ekstremverdien til nettoinvesteringer i 2019, har vi valgt å justere ned den videre veksten. I henhold til SalMars investeringsprogram, vil SalMar også i 2020 som i 2019 pådra seg store investeringskostnader for videre vekst, blant annet utbyggelse av InnovaNor og Senja 2. Det er også knyttet store investeringskostnader til Ocean Farm 1. Som følge av dette investeringsprogrammet har vi valgt å legge den estimerte andelen i 2020 på 15%, og på 12% fram til og med 2023 da et stort investeringsprosjekt (settefiskanlegg) skal være ferdigstilt (Olsen, 2019). Fra 2024 anser vi mye av investering i vedlikehold oppgraderinger og utvidelse som gjennomført, og setter en videre vekst i netto investeringer på 8%.

Dette gir følgende prognoser for fremtidige investeringer:

År	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Driftsinntekter	12 237 600,00	10 189 570,50	11 208 527,55	11 768 953,93	12 197 343,85	12 641 327,17
Investeringer	2 834 700,00	1 528 435,58	1 345 023,31	1 412 274,47	1 463 681,26	1 011 306,17

Tabell 6.17 Prognoser investering

6.2 Prognose av fremtidige frie kontantstrømmer

I prognosen av de fremtidige frie kontantstrømmene til SalMar har vi benyttet oss av metoden fri kontantstrøm til selskapet (FCFF). Denne metoden er gitt ved følgende formel:

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

Dermed får vi følgende kontantstrømoppstilling basert på de overnevnte prognostiserte variablene:

År	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Driftsinntekter	**12 237 600,00**	**10 189 570,50**	**11 208 527,55**	**11 768 953,93**	**12 197 343,85**	**12 641 327,17**
Varekostnader	5 770 000,00	4 585 306,73	5 043 837,40	5 296 029,27	5 488 804,73	5 688 597,22
Lønnskostnad	1 202 500,00	970 047,11	1 067 051,82	1 120 404,41	1 161 187,13	1 203 454,35
Andre Driftskostnader	1 479 000,00	1 324 644,17	1 457 108,58	1 529 964,01	1 585 654,70	1 643 372,53
Avskrivninger	718 400,00	451 673,75	496 841,12	521 683,18	540 672,44	560 352,92
Sum Driftskostnader	**9 169 900,00**	**7 331 671,75**	**8 064 838,92**	**8 468 080,87**	**8 776 319,01**	**9 095 777,02**
Operasjonelt driftsresultat	**3 067 700,00**	**2 857 898,75**	**3 143 688,63**	**3 300 873,06**	**3 421 024,84**	**3 545 550,14**
Virkelig verdijustering	-33 000,00	150 538,78	150 538,78	150 538,78	150 538,78	150 538,78
EBIT	**3 034 700,00**	**3 008 437,53**	**3 294 227,41**	**3 451 411,84**	**3 571 563,62**	**3 696 088,92**
Skattekostnad (22%)	667 634,00	661 856,26	724 730,03	759 310,60	785 744,00	813 139,56
EBIT(1-s)	**2 367 066,00**	**2 346 581,27**	**2 569 497,38**	**2 692 101,23**	**2 785 819,62**	**2 882 949,36**
Avskrinvninger	718 400,00	451 673,75	496 841,12	521 683,18	540 672,44	560 352,92
Endring Arbeidskapital	752 851,00	-848 460,00	339 384,00	149 328,96	155 302,12	161 514,00
Investeringer	2 834 700,00	1 528 435,58	1 345 023,31	1 412 274,47	1 463 681,26	1 011 306,17
Fri Kontantstrøm	**-502 085,00**	**2 118 279,44**	**1 381 931,19**	**1 652 180,98**	**1 707 508,68**	**2 270 482,11**

Tabell 6.18 Prognoser fremtidige frie kontantstrømmer

6.3 Terminalverdi

Terminalverdien er den delen av kontantstrømmen som skal indikere selskapets verdi i all fremtid etter de prognostiserte årene. Terminalverdien består av den siste prognostiserte kontantstrømmen, samt at den inneholder inflasjon og vekst, som blir uttrykt gjennom en konstant vekstrate (g).

For å beregne terminalverdien benytter vi Gordons formel:

$$Terminalverdi = \frac{FCFF_{2024e}}{WACC - g}$$

Vekstraten (g) er et svært viktig moment som vil påvirke terminalverdien til selskapet i stor grad. Oppdrettsbransjen er en bransje som er i stor vekst for tiden, og det er satt store mål om den videre veksten (Sae-khow, Nareas m. flere, 2019). Vi forventer dermed at det er gode utsikter for laks også i fremtiden, men da terminalverdien baserer seg på et uendelig langt tidsperspektiv, vil vi anta at denne veksten vil gradvis avta, og dermed ligge rundt inflasjonsmålet på 2%. Dermed har vi valgt å benytte en vekstrate på 2% i våre beregninger av terminalverdien (Norges Bank, 2020).

6.4 Avkastningskrav

I de forrige 2 foregående delkapitlene estimerte vi de fremtidige kontantstrømmene for de 5 neste årene og terminalverdien til SalMar ASA. I dette kapittelet vil vi regne ut et avkastningskrav som vi vil benytte til å neddiskontere disse fremtidige kontantstrømmene med, og dermed komme fram til dagens estimerte enterprise value, som vi trenger for å finne SalMars verdi per aksje. Avkastningskravet skal reflektere tidsverdien, risikoen og inflasjonen knyttet til investeringen, og dermed hvilken avkastning investorene kan forvente å få ved en alternativ plassering av sin kapital med lik risiko. Det vil være svært viktig å gjennomføre en grundig estimering av avkastningskravet, da avkastningskravet vil påvirke nåverdien av de estimerte framtidige kontantstrømmene i stor grad, spesielt terminalverdien. Dermed vil endringer i avkastningskravet kunne føre til store endringer i verdi per aksje. Dette kommer vi tilbake til i sensitivitetsanalysen.

Som følge av at vi har valgt å benytte totalkapitalmetoden i vår verdsettelse av SalMar, kommer vi til å benytte WACC (Weighted Average Cost of Capital).

WACC er det vektede gjennomsnittet av kapitalkostnaden, og inkluderer alle finansieringskilder. De ulike finansieringskildene har ulik risiko og dermed ulik avkastning, og ved å ta et vektet snitt av disse avkastningene finner vi avkastningskravet til totalkapitalen. (Hargrave, 2019)

Beregning av avkastningskravet til totalkapitalen gjøres ved følgende formel:

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

Hvor:

- R_e= Egenkapitalkostnad
- R_G= Gjeldskostnad
- E=Egenkapitalens markedsverdi
- G=Gjeldens markedsverdi
- s=Selskapets skattesats

6.4.1 Egenkapitalkostnad

For å beregne egenkapitalkostnaden benyttes Capital Asset Pricing Model (CAPM). Den forventede avkastningen på egenkapital beregnes blant annet ut ifra markedsrisiko, risikofri rente og beta.

Det skilles mellom to typer risiko som er knyttet til investering i en aksje. Disse ulike typene risiko er markedsrisiko (systematisk risiko) og bedriftsspesifikk risiko (usystematisk risiko). Markedsrisikoen er faktorer som påvirker inntjeningen til alle selskaper som for eksempel konjunkturer, rentenivåer, skatteregler, inflasjon etc. og kan dermed ikke diversifiseres bort. Den usystematiske risikoen, som er risiko knyttet til hver bedrift/bransje kan diversifiseres bort, og som følge av dette gis det kun kompensasjon for markedsrisikoen. (Boye, Koekebakker, Krakstad, Oust, 2018, s.215-216)

Formelen for egenkapitalkostnaden er:

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

Hvor:

- R_e= Egenkapitalkostnad

- R_m= Markedets risiko
- R_f= Risikofri rente
- β =Egenkapitalbeta til selskapet
- $(R_m - R_f)$=Markedets risikopremie

6.4.2 Risikofri rente

For å finne egenkapitalkostnaden må man finne den risikofrie renten. Den risikofrie renten er den avkastningen man får ved å investere i en eiendel uten risiko. Dette betyr at alle investeringer som inneholder risiko skal ha en avkastning større enn den risikofrie renten for å kompensere for påtatt risiko ved investeringen. Et vanlig mål på den risikofrie renten, er renten på de 10-års norske statsobligasjonene, da risikoen knyttet til investering i disse anses som svært liten. Som følge av Coronakrisen og tiltakene som er satt i gang av Norges Bank for å stimulere markedet, har den risikofrie renten falt drastisk, og ligger per dags dato på 1,05%. Vi anser dette som relativt kortsiktig og på grunn av vårt konservative syn har vi valgt å se på den gjennomsnittlige risikofrie renten fra de 5 siste årene (2015-2019). Ved å bruke årsgjennomsnittet på de 10 års norske statsobligasjonene fra 2015-2019, får vi en gjennomsnittlig risikofri rente på 1,582%. Dermed legger vi til grunn en risikofri rente på 1,60% i våre videre beregninger. (Norges Bank, u.å.)

6.4.3 Beta

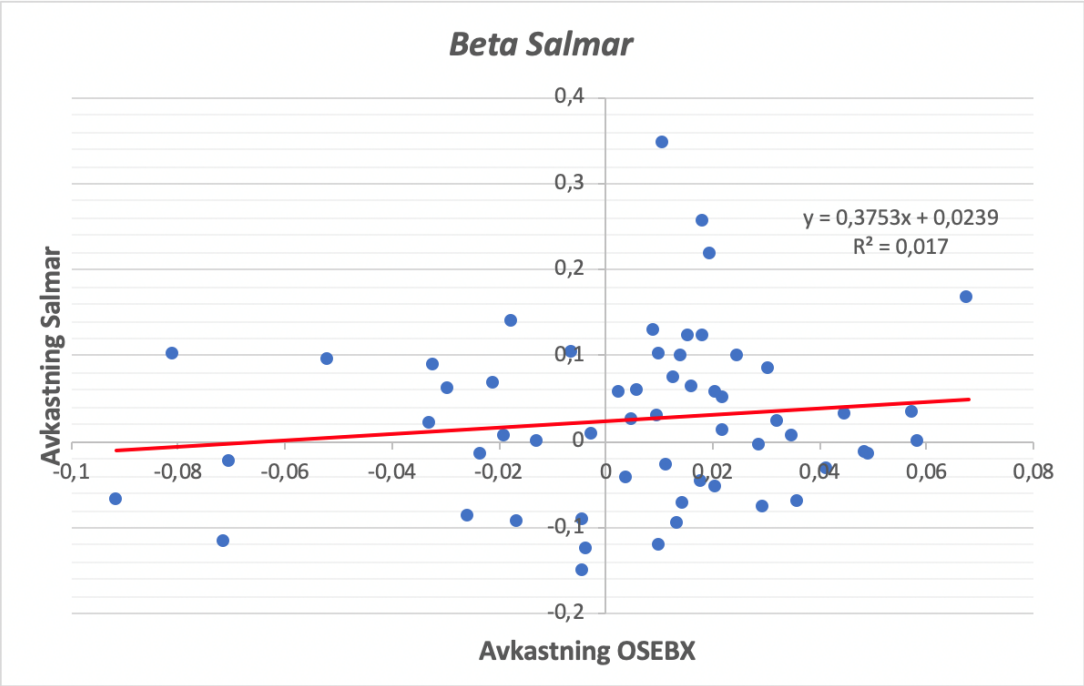
Beta er et mål på hvor mye en aksje svinger i forhold til markedet. Markedsporteføljen/indeksen har en beta på 1. Dersom en aksje har en beta på 1 svinger den like mye som markedet. Med andre ord, utvikling til aksjen er helt lik utviklingen til markedsporteføljen. En aksje med en beta på over 1 betyr at den svinger mer enn markedet, mens en beta på mindre enn 1 betyr at aksjen svinger mindre enn markedet.

Formelen for Beta er som følger:

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

Hvor:

- $Cov(r_j, r_m)$=Kovariansen mellom en aksje og markedet
- $Var(r_m)$=Varianse i markedet



Figur 6.1 Regresjonsanalyse Beta

Statistikk over avkastning

	Med mars	Uten mars
Cov OSEBX og SALM	0,001221581	0,00041975
Var OSEBX	0,001789783	0,001118299
Beta SalMar	0,68	0,38

Tabell 6.19 Beta med og uten mars

Selskap	***Beta***
Salmar	0,54
NRS	0,83
Grieg Seafood	0,91
Mowi	0,56
Lerøy	0,57

Tabell 6.20 Beta konkurrenter (kilde e24 30.mars)

For å beregne betaen til SalMar har vi benyttet en regresjonsanalyse av de historiske dataene til avkastningen for OSEBX og SalMar. Dataene vi har brukt er hentet fra de 60 siste månedene. Ved beregning av betaen er det viktig å være oppmerksom på at betaen kan endre seg. Det er bare en liten del av risikoen som kommer fra markedet. Mye av risikoen er mer diversifiserbar risiko som er den selskapsspesifikke risikoen. Som følge av dette vil betaen bli unøyaktig dersom vi inkluderer den siste måneden hvor Corona pandemien styrer mye av utviklingen i markedet. Vi har dermed i vår beregning valgt å ekskludere den siste måneden når vi skal beregne SalMars beta. En annen faktor som påvirker OSEBX i stor grad er oljepris. Dette er fordi det er mange store selskaper notert på Oslo Børs som har sitt virksomhetsområde innenfor olje. Dette gjør Oslo Børs relativt oljepris sensitiv noe som kan medføre til unøyaktigheter når vi skal beregne betaen til SalMar, som er et selskap som ikke driver innen oljevirksomhet.

I våre estimering, fikk vi en beta på 0,38 dersom vi ekskluderer mars i våre beregninger, og 0,68 dersom vi inkluderer mars. Vi har også valgt å hente data fra E24 til for å finne en oversikt over flere lakseselskapers beta (inkluderer mars). Tabell 6.20 viser at SalMar har den laveste betaen, noe som betyr at de har lavest risiko.
Da en matematisk beregning av beta har sine klare svakheter, noe vi kan se ut ifra figur 6.1 (lav R^2), vil estimering av beta i stor grad dreie seg om tolkning. Vi mener 0,38 er en svært lav beta, og velger dermed å oppjustere den ved bruk av Bloomberg justert beta, som er gitt med følgende formel:

$Justert\ = 0{,}33 + 0{,}67 * \beta$ (McKinsey and Company, 2010, s. 257)

Denne formelen er med på å utjevne de ekstreme observasjonene for å gi et mere nøyaktig og konservativt bilde av selskaps betaen. Den vil dermed "dytte" selskaps betaen nærmere 1, og dermed passe vårt konservative syn, og hindre overprising av SalMars verdi per aksje. Ved å bruke formelen ser vi at vår justert beta blir 0,585. Dette er en mye mere fornuftig beta som gjenspeiler andre finansanalytiske selskap sine estimat, hvor SalMar ligger noe under bransjesnittet som er på 0,68 (Tabell 6.20).

6.4.4 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er meravkastningen man forventer ved å investere i markedsporteføljen kontra å investere i en risikofri eiendel. Med andre ord er markedets risikopremie som vist tidligere, differansen mellom avkastningen til markedsporteføljen (R_m) og en risikofri investering (R_f). Markeds risikopremie for 2019 er 5%, noe den også vært de siste årene. Vi legger dermed til grunn en risikopremie på 5% i våre videre estimeringer. (Norsk finansanalytiske forening, 2019)

6.4.5 Gjeldskostnad i %

Gjeldskostnaden kan betegnes som den effektive renten et selskap har på sin gjeld. For å beregne gjeldskostnaden kan man ta rentekostnaden og dele på rentebærende gjeld.

	2015	2016	2017	2018	2019
Rentebærende gjeld	2 893 205,00	2 637 768,00	1 399 631,00	1 767 304,00	3 133 100,00
Rentekostnad	98 780,00	101 300,00	95 900,00	105137	157 700,00
Renter på gjeld	3,41%	3,84%	6,85%	5,95%	5,03%
Gjennomsnittlig rente	5,02%				

Tabell 6.21 Gjennomsnittlig rente

Den gjennomsnittlige rentekostnaden på SalMars rentebærende gjeld er 5,02% og vi benytter dermed dette tallet i vår estimering av avkastningskrav på totalkapitalen.

6.4.6 WACC

I utgangen av 2019 hadde SalMar en egenkapitalandel på 54,2% og en gjeldsandel på 45,8%. Vi legger dermed dette til grunn ved vår estimering av WACC.

Avkastningskrav	
Rf (10 år statsobligasjon)	1,60%
Beta (B)	0,59
Markedets risikopremie	5,00%
Markedsavkastning	6,60%
CAPM	4,53%
Rd (gjennomsnittlig gjeldsrente)	5,02%
Re (CAPM)	4,53%
Normalisert gjeld/totalkapital (D)	45,80%
Egenkapital/totalkapital (E)	54,20%
WACC	4,25%

Tabell 6.22 Beregning av WACC

Våre beregninger ved de tidligere drøftede variablene, ga som man kan se av tabell 6.22 en WACC på 4,25%. Vi synes dog denne WACC'en er noe lav da vi som nevnt tidligere har et konservativt syn for å ikke overestimere verdi per aksje. Som følge av at oppdrettsbransjen har gitt svært høy avkastning siden rundt 2013, har dette påvirket korrelasjonen mellom Oslo børs og oppdrettsbransjen. Dette har vært med på å skape en kunstig lav beta i oppdrettsbransjen, noe som vi anser som svært urealistisk at vil opprettholdes i det lange perspektiv. Som følge av dette velger vi å oppjustere WACC'en til 5,5%.

6.5 Konklusjon Fundamental Verdsettelse

For å komme fram til et estimat av SalMars verdi per aksje har vi valgt å benytte oss av DCF-metoden. Som nevnt tidligere benyttet vi totalkapitalmetoden, derfor bruker vi WACC'en til å neddiskontere de frie kontantstrømmene og terminalverdien tilbake til dagens verdi. Vi finner dermed Enterprise Value, som er markedsverdien + netto rentebærende gjeld hos et selskap.

For å komme fram til verdi per aksje må den netto rentebærende gjelden trekkes ut av Enterprise Value, slik at vi sitter igjen med markedsverdien til selskapet. Ved å dele markedsverdien på antall aksjer til selskapet, finner vi verdi per aksje.
DCF-metoden kan være en svært unøyaktig metode, da aksjeverdien vil være svært avhengig av terminalleddet som forutsetter en jevn og stabil vekst inn i all fremtid. Som følge av denne unøyaktigheten har vi valgt å gjennomføre en sensitivitetsanalyse som tar for seg sentrale variabler og dermed viser hvordan en liten endring i estimatene av disse vil endre aksjeprisen.

År	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Fri Kontantstrøm	2 118 279,44	1 381 931,19	1 652 180,98	1 707 508,68	2 270 482,11
Terminalverdi					64 870 917
Nåverdi (Enterprise Value)	58 399 687 422,25				
Netto Rentebærende Gjeld	2 902 100 000,00				
Markedsverdi	55 497 587 422,25				
Antall aksjer	113 300 000,00				
Verdi per aksje	489,83				

Tabell 6.23 Beregning av markedsverdi og verdi per aksje

Vi har kommet fram til en verdi per aksje på 489,83 NOK, noe som er over dagens verdi per aksje, som er 365,70 NOK (05.04.2020). Dette medfører at vi ser en oppside på 34% opp fra dagens nivå i vår fundamentale verdsettelse.

7. Sensitivitetsanalyse

For å få et dypere bilde på hvordan sentrale faktorer påvirker verdi per aksje hos SalMar, har vi valgt å utføre flere sensitivitetsanalyser. Vi har plukket ut faktorer som vi mener er essensielle for SalMar og vi mener er noe uforutsigbar i fremtiden. Ved å gjennomføre en sensitivitetsanalyse på grunnlag av disse faktorene får vi dermed sett utviklingen til SalMar med ulike framtidsscenarioer. De fire faktorene vi har lagt til grunn er laksepris, slaktevolum, avkastningskrav og vekstrate.

Vår første analyse baserer seg på de to faktorene avkastningskrav og vekstrate. Dette er to variabler hvor en liten endring vil føre med seg store konsekvenser for estimert verdi per aksje. Dette da vekstraten vil påvirke terminalleddet svært mye, og som nevnt tidligere utgjør terminalleddet det meste av verdien per aksje ved gjennomføring av en DCF-analyse. I tillegg er så klart avkastningskravet en svært essensiell faktor da dette påvirker nåverdien til alle kontantstrømmene både i den eksplisitte perioden og terminalleddet.

En analyse av endringer i disse faktorene gir følgende utslag i aksjekursen til SalMar:

WACC \ Vekstrate	489,83	1%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
4,50%	508,99	589,01	701,04	869,08	1149,16	
5,00%	440,42	499,30	577,80	687,71	852,58	
5,50%	387,12	432,06	489,83	566,86	674,70	
6,00%	344,52	379,80	423,89	480,58	556,17	
6,50%	309,70	338,03	372,64	415,91	471,54	

Tabell 7.1 Sensitivitetsanalyse av WACC og vekstrate (g)

Ved tidligere utregninger fikk vi et svært lavt avkastningskrav (WACC) på 4,25%, noe vi argumenterte for ville være urealistisk. Ut ifra tabell 7.1 kan man se at kursutviklingen er svært sensitiv for endringer i avkastningskravet, og en så lav WACC vil dermed skape et urealistisk høyt kursmål, som vi mener ikke gjenspeiler de fundamentale verdiene og vekstmulighetene. Dette da oppdrettsbransjen allerede har priset inn høy vekst i dagens kurs, noe man kan se ut ifra den høye p/e-ratioen i bransjen (jfr. Kapittel 8).

Det er mye usikkerhet knyttet til Coronakrisen og hvordan konsekvensene av denne pandemien påvirke aksjekursen til SalMar. Som følge av dette har vi valgt å utføre to ulike scenarioer i de to utsatte og sentrale faktorene laksepris og slaktevolum. Dette er to svært sentrale faktorer i SalMars estimerte aksjekurs, da vi kan se fra tidligere beregninger at de påvirker driftsinntektene, de fleste kostnadspostene og investeringene. I vårt første scenario eliminerer vi våre tidligere betraktninger om en negativ vekst i slaktevolum på 15% i 2020 og en oppgang på 10% i 2021, og 5% i 2022 og videre en konstant laksepris på 60 NOK per kilo, og heller legger inn konstante vekstrater for disse variablene. Dette vil kunne gi et godt bilde på hvordan kursen til SalMar blir påvirket av disse to faktorene.

Laksepris \ Slaktevolum	551,95	-0,36%	1,64%	3,64%	5,64%	7,64%
-4%	368,1228233	407,2028861	449,3884347	494,8636537	543,8199138	
-2%	408,7446387	451,9673139	498,6296912	548,9358876	603,0979855	
0%	452,7193367	500,4317629	551,9463346	607,4887909	667,2936824	
2%	500,2533118	552,824115	609,5894879	670,7985875	736,7102978	
4%	551,5613098	609,3814747	671,8204401	739,1526853	811,6634072	

Tabell 7.2 Sensitivitetsanalyse av laksepris og slaktevolum (Jevn årlig endring)

Dersom Corona pandemien ikke påvirker SalMar og vi tar i betrakting en normal vekst i slaktevolumet og en konstant laksepris, ville verdien per aksje i SalMar vært 552 NOK.

Dersom pandemien utvikler seg, og påvirker SalMar i evig tid, vil denne sensitivitetsanalysen reflektere hvordan dette slår ut på aksjekursen (jfr slaktevolum under normalen (-0,36% og 1,64%) og en nedgang i laksepris). Denne sensitivitetsanalysen inkluderer også hvordan verdien per aksje vil utvikles dersom Corona pandemien ikke påvirker SalMar, og vi får en jevn vekst i årlig slaktevolum over normalen samt jevn økning i årlig laksepris.

Corona pandemien har gitt svært store utslag i markedet i det kortsiktige perspektiv, og vi ser på oppdrettsnæringen som en bransje med gode fremtidsutsikter. SalMar er en av de største aktørene innenfor oppdrettsnæringen, og vi anser dermed mulighetene til å opprettholde sin gode posisjon i markedet når markedsuroen roer seg. Vi har dermed valgt å gjennomføre en sensitivitetsanalyse hvor Corona pandemien påvirker SalMar i 2020 og 2021. Modellen baserer seg på en endring i slaktevolumet og/eller laksepris det første året (2020), deretter en oppgang i 2021 på halvparten av endringen året før. Videre legger vi til grunn en normal vekst fra 2022 til evig fremtid (laksepris 60 NOK/KG og årlig vekst slaktevolum 3,64%).

Eksempel:

En nedgang i slaktevolum i 2020 på 10%, vil føre til en oppgang i 2021 på 5%, og en nedgang i laksepris på 5% i 2020, vil føre til en oppgang på 2,5% i 2021. Noe som vi kan se av tabell 7.3 vil føre til en aksjekurs på 488,18 NOK.

		Slaktevolum				
	488,18	-30%	-20,0%	-10,0%	0,0%	10,0%
Laksepris	-15,00%	409,46	450,62	486,41	516,85	541,93
	-10,00%	410,18	451,43	487,31	517,83	542,98
	-5,00%	410,89	452,22	488,18	518,77	544,00
	0,00%	411,56	452,97	489,02	519,68	544,98
	5,00%	412,21	453,70	489,82	520,56	545,93

Tabell 7.3 Sensitivitetsanalyse av laksepris og slaktevolum (corona påvirkning 2020 og 2021)

Ut ifra tabell 7.3 kan man se at kursen til SalMar er lite sensitive for endringer i lakseprisen, da en endring i lakseprisen på 20% i 2020 vil medføre en endring på 2,75 til 4,00 NOK per aksje. Slaktevolumet påvirker SalMar i større skala, da en prosentvis endring i slaktevolumet på 20% vil føre til en endring i aksjekursen på mellom 55,51 og 77,61 NOK.

I lys av disse sensitivitetsanalysene kan vi konkludere med at små endringer i de fire overnevnte faktorene vil gi relativt store utslag i aksjeprisen. Det knyttes stor usikkerhet til

Corona krisen og hvordan den vil påvirke kursen til SalMar. Vi har i de siste to sensitivitetsanalysen belyst konsekvensene av ulike typer Corona scenarioer, og kan konkludere med at den videre utvikling av krisen kan gi store utslag i aksjekursen.

8. Multippelanalyse

For å få et grundigere synspunkt på prisingen til SalMar, har vi valgt å utføre en multippelanalyse i tillegg til den fundamentale analysen. En multippelanalyse er en form for verdsettelse hvor man ser på hvordan prisingen til et selskap er ved å benytte gjennomsnittlige multipler fra sammenlignbare selskaper. Ved å benytte multippelanalyse kan man dermed danne et bilde om SalMar er underpriset, overpriset eller riktig priset i forhold til de sammenlignbare selskapene.

Det er viktig at de selskapene man velger som sammenlignbare selskaper er like, da de ulike multiplene kan variere stort mellom de ulike sektorene. Dette betyr at de bør tilhøre samme bransje, relativt lik størrelse, vekst etc. Vi mener som tidligere nevnt i kapittel 2.1.2 at selskapene Mowi, Lerøy seafood, Norway Royal Salmon og Grieg seafood er relativt like, og vi benytter dermed disse selskapene i vår komparative verdsettelse (Brealey, Myers, Allen, 2016, s.79).

De multiplene vi har valgt å benytte i vår multippelanalyse er Price/Earning (P/E), Price/Book (P/B), Enterprise Value/ Slaktevolum i kg (EV/kg) og Enterprise Value/EBIT (EV/EBIT). Vi vil først presentere disse multiplene, før vi vil komme med våre beregninger og deretter komme med et endelig kursmål per aksje for SalMar ut ifra multippelanalysen.

Alle tall er hentet fra de respektive selskapenes årsrapporter, samt at aksjeprisene er hentet fra Oslo børs den 30.12.2019.

8.1 Price/Earnings

Multippelen Price/Earnings viser forholdet mellom prisen per aksje og resultatet per aksje. Med andre ord viser denne multippelen hvor mange ganger en aksje prises til dens resultat. En lav P/E sammenlignet med de andre selskapene vil indikere at selskapet er billigere priset i forhold til de sammenlignbare selskapene, og dermed anses som underpriset. En høy P/E vil bety at markedet forventer en høy inntjening eller at selskapet anses som overpriset. (Investtech, u.å.)

8.2 Price/Book

Price/Book er multippelen som viser forholdet mellom prisen per aksje og bokført egenkapital hos selskapet. P/B-ratioen er en indikasjon på hvor mye aksjonærene ville mottatt dersom bedriften legger ned å utbetaler hele sin egenkapital til aksjonærene. En lav P/B sammenlignet med de konkurrerende selskapene indikerer at aksjeprisen er undervurdert.
(Investtech, u.å.)

8.3 EV/KG

EV/KG er en mye brukt multippel ved komparativ analyse av lakseselskaper. EV er en forkortelse for Enterprise Value, som er markedsverdien til en aksje + netto rentebærende gjeld. EV/KG viser et selskaps eksponering inn mot laksemarkedet, og en høy EV/KG i forhold til bransjesnittet indikerer at selskapet er overpriset, mens et lavt forholdstall viser at selskapet er underpriset. (Berge, 2013)

8.4 EV/EBIT

Denne multippelen viser forholdstallet mellom Enterprise Value og EBIT. En fordel med denne multippelen sammenlignet med P/E er at den ekskluderer gjelden og skattefordelene til selskapene, og dermed normaliserer den finansielle strukturen til selskapene. Dette vil føre til at det blir lettere å vurdere selskapets drift sammenlignet med sine konkurrenter. Som følge av at vi har selskaper med relativt lik kapitalstruktur vil ikke denne i utgangspunktet være en bedre multippel en P/E, men vi velger å inkludere denne multippelen for å kunne komme fram til et bedre estimat på SalMars pris per aksje. (Chan og Lui, 2011)

8.5 Drøfting av de ulike multiplene

	P/E	P/B	EV/KG	EV/EBIT
SalMar	20,37	5,23	351,46	17,73
Mowi	24,80	4,84	301,32	21,29
Lerøy Seafood	18,69	1,96	236,28	15,57
Grieg Seafood	31,25	3,78	216,41	20,71
Norway Royal Salmon	7,94	3,10	342,70	24,70
Snitt	23,78	4,24	289,63	20,00
Kursmål	524,50	364,41	365,76	510,10
Vekting	30%	20%	20%	30%
Vektet kursmål	456,41			

	EPS	Egenkapital	Egenkapital per aksje	KG	EBIT	Markedsverdi	Netto rentebærende gjeld	Antall aksjer	Enterprise value
SalMar	22,06	9 740 100 000,00	85,97	153 100 000,00	3 034 600 000,00	50 905 690 000,00	2 902 100 000,00	113 300 000,00	53 807 790 000,00
Mowi	9,20	24 364 000 000,00	47,12	436 000 000,00	6 170 000 000,00	118 002 220 000,00	13 372 000 000,00	517 100 000,00	131 374 220 000,00
Lerøy Seafood	3,12	17 763 305 000,00	29,82	158 178 000,00	2 400 532 000,00	34 733 605 544,00	2 641 431 000,00	595 773 680,00	37 375 036 544,00
Grieg Seafood	4,49	4 143 027 000,00	37,10	82 973 000,00	866 860 000,00	15 666 178 600,00	2 289 665 000,00	111 662 000,00	17 955 843 600,00
Norway Royal Salmon	30,14	3 357 040 000,00	77,05	30 509 000,00	423 301 000,00	10 422 468 087,20	33 073 000,00	43 572 191,00	10 455 541 087,20

Aksjekurs per 30.12.2019	
Salm	449,3
Mowi	228,2
Lerøy	58,3
Grieg	140,3
NRS	239,2

Tabell 8.1 Multippelanalyse

Ved å beregne gjennomsnittet av de ulike multiplene til de sammenlignbare selskapene kommer man fram til bransjesnittet, som er det forholdstallet man tar utgangspunkt i for å finne ut om selskapet er overpriset, underpriset eller riktig priset i forhold til de sammenlignbare selskapene.

Price/Earnings

Som man kan se på tabell 8.1 har vi valgt å ekskludere Norway Royal Salmon ved beregningen av bransjesnittet da deres P/E er en ekstremverdi i forhold til de øvrige sammenlignbare selskapene. Vi får dermed et bransjesnitt på 23,78. Dette gir et kursmål på 524,50 NOK per aksje for SalMar.

Price/Book

Som følge av at P/B ratioen til Lerøy skiller seg mye ut ifra fra de øvrige selskapene, har vi valgt å ekskludere Lerøy ved beregningen av bransjesnitt, da dette vil gi et mest riktig estimat. Bransjesnittet er 4,24, og multippelen P/B gir dermed et kursmål på 364,41 NOK per aksje for SalMar.

EV/KG

Den gjennomsnittlige multippelen EV/KG blant de sammenlignbare selskapene er 289,63. Denne multippelen gir dermed et kursmål på 365,76 NOK per aksje for SalMar.

EV/EBIT

Den gjennomsnittlige EV/EBIT blant de sammenlignbare selskapene er 20,00, noe som gir et kursmål på 510,10 NOK per aksje for SalMar.

8.6 Konklusjon multippelanalyse

Som vi kan se av tabell 8.1 har vi valgt å vekte P/E og EV/EBIT noe tyngre enn de resterende multiplene. Dette skyldes at P/E gir et godt estimat og ved å supplere med EV/EBIT elimineres unøyaktigheten som omhandler finansieringsstrukturen. P/B forteller hvor mye eiendeler koster ikke hvordan de vil påvirke kontantstrømmen i fremtiden, og vi velger dermed og vektet denne noe mindre. EV/KG viser som nevnt tidligere den direkte eksponeringen inn mot laksemarkedet, den inkluderer ikke produksjonskostnader. Som følge av dette har vi valgt å vekte multiplene P/E og EV/EBIT 30% hver, og de resterende multiplene 20% hver.

Dette gir en vektet verdi per aksje på 456,41 NOK for SalMar ved bruk av multippelanalyse.

9. Konklusjon

Formålet med denne semesteroppgaven har vært å gjøre en verdivurdering av SalMars ASA. Dette for å se om dagens verdi per aksje er overpriset, underpriset eller riktig priset, og deretter komme med en anbefaling. Dette har vi gjort ved hjelp av en fundamental verdsettelse (DCF-analyse), støttet opp av en multippelanalyse. I tillegg har vi gjennomført en strategisk analyse, regnskapsanalyse og en sensitivitetsanalyse, for å danne et grunnlag i våre vurderinger og anbefalinger.

I vår fundamentale verdsettelse av SalMar ASA kom vi fram til en markedsverdi på 55 498 MNOK, noe som resulterer i en verdi per aksje på 489,83 NOK. Med dagens aksjekurs (08.04.2020) på 380,90 NOK, ser vi en oppside på 28,60%, noe som betyr av vi anser SalMar som underpriset basert på vår fundamentale verdsettelse.

Fra vår multippelanalyse estimerte vi en verdi per aksje på 456,41 hos SalMar ASA, ved å beregne et vektet snitt av et utvalg multipler. Vi ser dermed en oppside på 19,82% fra dagens aksjekurs, noe som underbygger at SalMars verdi per aksje er underpriset per 08.04.2020.

Vi har valgt å vekte de to ulike verdsettelsesmetodene ulikt, da den fundamentale verdsettelsen er basert på mye mere nøyaktige vurderinger av SalMars framtidsutsikter, mens multippelanalysen kun baserer seg på bransjesnitt fra 2019 regnskapene. Som følge av dette har vi valgt å vekte DCF-analysen 80% og multippelanalysen 20%. Dette gir oss en verdi per aksje på 483,15 NOK per aksje.

Med et vektet kursmål på 483,15 NOK, ser vi en oppside på 26,84% opp fra dagens nivå, og vi opererer dermed med en kjøpsanbefaling på SalMar ASA.

10. Kritikk

Ved vår verdivurdering av SalMar ASA har vi hentet data fra selskapenes årsrapporter og annen sekundærdata. Dette kan true reliabiliteten til vår oppgave da noe av regnskapstallene kan være farget av SalMars eget ønske for å framstilles bedre overfor sine aksjonærer. I tillegg er tall fra 2019 hentet fra fjerde kvartalsrapport, noe som kan gi avvik fra de virkelige tallene som kommer i årsrapporten, således er dette en svekkelse for oppgaven.

Vår fundamentale verdsettelse er en DCF-analyse som baserer seg på neddiskontering av fremtidige estimerte kontantstrømmer. Disse estimeringene er gjort på grunnlag av historiske data samt skjønnsmessige vurderinger. Da historiske data ikke er noe fasit på hvordan veksten vil bli i fremtiden (spesielt når oppdrettsbransjen nå er i en god vekstperiode), vil terminalverdien være et svært usikkert mål på SalMars verdi i all fremtid. Skjønnsmessige vurderinger av kontantstrømmene basert på veksten som følge av dagens Corona situasjon vil også gi denne oppgaven en svakhet, da dette er svært vanskelig å forutse, siden man ikke har vært i en situasjon som har ført til lik type markedsuro i nyere tid.

Som vi kunne se i de ulike sensitivitetsanalysene vil små feil i våre estimater medføre til relativt store endringer i verdien per aksje, noe som vil medføre til høy usikkerhet rundt vårt kursmål.

11. Referanseliste

Aarre, Einar og Sævik, Rune (2018). *Norge var verdensledende på laks. Så kom Færøyene.* Tilgjengelig fra: https://sysla.no/fisk/a/kJ0Qda/norge-var-verdensledende-pa-laks-sa-kom-fryene. (Hentet: 17.03.2020)

Akvakulturloven. LOV 2005 *Lov om akvakultur.*

Akvakulturloven (2004-2005). Ot.prp. nr. 61 (2004-2005): *Om lov om akvakultur.* Tilgjengelig fra: https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/otprp-nr-61-2004-2005-/id398345/?ch=1. (Hentet: 20.03.2020)

Beltestad, Henning Kolbjørn (2017). *Konsernlederen har ordet.* Tilgjengelig fra: https://www.leroyseafood.com/no/investor/rapporter-og-webcast/aarsrapport-2017/hav-og-fjord/konsernlederen/. (Hentet 03.02.2020)

Berge, Aslak (2019). *Dette var Norges 20 mest lønnsomme oppdrettere i 2018.* Tilgjengelig fra: https://ilaks.no/dette-var-norges-20-mest-lonnsomme-oppdrettere-i-2018/. (Hentet: 16.04.2020)

Berge, Aslak (2016). *Håver inn på eget for.* Tilgjengelig fra: https://ilaks.no/haver-inn-pa-eget-for/. (Hentet: 18.03.2020)

Berge, Aslak (2013). *Mest laks for pengene.* Tilgjengelig fra: https://ilaks.no/mest-laks-for-pengene. (hentet: 07.04.2020)

Berge, Aslak (2016). *Rett i foret.* Tilgjengelig fra: https://ilaks.no/rett-i-foret/. (Hentet: 18.03.2020)

Berghlin, Harald (2019). *Ikke tvil om spredning av dødelig virus fra oppdrettsfisk til villfisk.* Tilgjengelig fra: https://www.dn.no/havbruk/chile/are-nylund/ila/forsker-ikke-tvil-om-spredning-
av-dodelig-virus-fra-oppdrettsfisk-til-villfisk/2-1-597279. (Hentet: 01.03.2020)

Bjørnestad, Sigurd og Sørgjern, Christian (2020). *Norges bank kutter styringsrenten til 0,25 prosent.* Tilgjengelig fra: https://www.aftenposten.no/okonomi/i/70GWn9/norges-bank-kutter-styringsrenten-til-025-prosent-den-har-aldri-vaert-lavere. (Hentet: 16.04.2020)

Boye, K., Koekebakker, S,. Krakstad, S. og Oust, A. (2018). *Finansielle emner* (15. utgave). Oslo; Cappelen akademisk.

Brealey, R,. Myers, S. og Allen, F. (2016). *Principles of Corporate Finance* (12.th edition). New York; McGraw-Hill Education

Chan, Ronald W. og Lui, Brian C. (2011). EV/EBIT ratio: *The best of both worlds.* Tilgjengelig fra: www.chartwell-capital.hk/wp-content/uploads/2011/08/EVEBITRatio.pdf. (hentet: 07.04.2020)

Chappelow, Jim (2020). *Porter`s 5 forces definition.* Tilgjengelig fra: https://www.investopedia.com/terms/p/porter.asp. (Hentet 01.03.2020)

Dahle, Endre (2019). *Hva er arbeidskapital, og hvorfor er det viktig?* Tilgjengelig fra: https://blogg.paretobank.no/hva-er-arbeidskapital-og-hvorfor-er-det-viktig. (Hentet: 28.02.2020)

Drønen, Ole Andreas og Larsen, Sigbjørn (2018). *Kina åpner for import av laks fra Nordland, Troms og Trøndelag.* Tilgjengelig fra: https://www.kyst.no/article/kina-aapner-for-import-av-laks-fra-nordland-troms-og-troendelag/. (Hentet: 20.03.2020)

Farthing, Alexander (2018). *The History of Aquaculture.* Tilgjengelig fra: https://www.workinaquaculture.com/blog-the-history-of-aquaculture/. (Hentet: 26.02.2020)

FAO (u.å.). *FAO Fisheries & Aquacukture.* Tilgjengelig fra: http://www.fao.org/fishery/culturedspecies/Salmo_salar/en. (Hentet: 20.03.2020)

Finansleksikon (u.å.). *Driftsmargin.* Tilgjengelig fra: https://www.finansleksikon.no/Formelsamling/D/Driftsmargin_prosent.html. (Hentet: 25.03.2020)

Fiskeribladet (2019). *Oppdrett på land er ingen garantert suksess.* Tilgjengelig fra: https://fiskeribladet.no/nyheter/?artikkel=66955. (Hentet: 15.03.2020)

Fiskeridirektoratet (2019). *Et økonomisk godt år for oppdrettere av laks og regnbueørret i 2018.* Tilgjengelig fra: https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Nyheter/2019/0819/Et-oekonomisk-godt-aar-for-oppdretterne-av-laks-og-regnbueoerret-i-2018. (Hentet: 25.03.2020)

Fiskeridirektoratet (2019). *Hvor stor er oppdrettsnæringen i Norge?* Tilgjengelig fra: https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Nyheter/2019/0519/Hvor-stor-er-oppdrettsnaeringen-i-Norge. (Hentet: 17.03.2020)

Fiskeridirektoratet (2020). *Utviklingstillatelser.* Tilgjengelig fra : https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Saertillatelser/Utviklingstillatelser. (Hentet: 17.03.2020)

Grieg Seafood (u.å).*Om oss.* Tilgjengelig fra: https://www.griegseafood.no/grieg-seafood-asa-n/om-grieg-seafood/. (Hentet: 03.02.2020)

Hargrave, Marshall (2019). *Weighted average cost of capitol – WACC.* Tilgjengelig fra: https://www.investopedia.com/terms/w/wacc.asp. (Hentet: 02.04.2020)

Helsedirektoratet (2019). *Utvikling i norsk kosthold.* Tilgjengelig fra: https://www.helsedirektoratet.no/rapporter/utviklingen-i-norsk-kosthold/Utviklingen%20i%20norsk%20kosthold%202019%20–%20Kortversjon.pdf/_/attachment/inline/aff8abec-7eb3-4b19-98a6-7358d500da48:f6bdf858604dc30399e7ae9a9d815c4658365243/Utviklingen%20i%20norsk%20kosthold%202019%20–%20Kortversjon.pdf. (Hentet: 02.04.2020)

Holm, Jens Chr. (2004). *Et hav av muligheter.* Tilgjengelig fra: https://www.grind.no/industri-energi-naturressurser/et-hav-av-muligheter. (Hentet: 27.02.2020)

Holmlund, Jan Thomas (2020). *SalMar dropper milliardutbytte.* Tilgjengelig fra: https://www.borsen.no/nyheter/salmar-dropper-milliardutbytte/72260552. (Hentet: 17.03.2020)

Ilaks (2019). *ILA påvisst ved Oterneset i Harstad.* Tilgjengelig fra: https://ilaks.no/ila-pavist-ved-oterneset-i-harstad/. (Hentet 17.03.2020)

Investtech (u.å.). *Finansielle nøkkeltall.* Tilgjengelig fra: https://www.investtech.no/no/market.php?CountryID=1&p=staticPage&fn=helpItem&tbReport=h_FundamentalKPICompany. (Hentet: 07.04.2020)

Isaksen, Kristin S. og Johansen, Bente (2020). *Koronaviruset setter stopper for lakseeksport.* Tilgjengelig fra: https://www.nrk.no/nordland/koronaviruset-setter-stopper-for-norsk-lakseeksport_-_-dramatisk_-men-vi-star-han-av-1.14901883. (Hentet: 17.03.2020)

Jacobsen, D.I. (2015). *Hvordan gjennomføre undersøkelser?: innføring i samfunnsvitenskapelig metode* (3. utgave) Oslo; Cappelen akademisk

Jordheim, Hans (2020). *Eksporten av norsk laks til Kina falt med 80 prosent i februar.* Tilgjengelig fra: https://e24.no/naeringsliv/i/4q81O6/eksporten-av-norsk-laks-til-kina-falt-med-80-prosent-i-februar.. (Hentet: 02.04.2020)

Jurevicius, Ovidijus (2013). *VRIO framework.* Tilgjengelig fra: https://strategicmanagementinsight.com/tools/vrio.html. (Hentet:16.04.2020)

Kampevoll, Fredrik (2019). *Ny rapport: Store svingninger i oppdrettsnæringen taler mot ekstraskatt*. Tilgjengelig fra: https://e24.no/naeringsliv/i/VbdPaW/ny-rapport-store-svingninger-i-oppdrettsnaeringen-taler-mot-ekstraskatt. (Hentet: 28.03.2020)

Kampevoll, Fredrik (2019). *Spår trettendobling innen 2025.* Tilgjengelig fra: https://e24.no/naeringsliv/i/K3bEre/spaar-trettendobling-innen-2025-tror-paa-norsk-lakse-boom-i-kina. (Hentet: 14.03.2020)

Knudsen, Camilla (2020). *Salmar om coronaviruset.* Tilgjengelig fra: https://e24.no/boers-og-finans/i/naK7jB/salmar-om-coronaviruset-vi-er-forberedt-paa-flere-avbestillinger). (hentet: 02.04.2020)

Kristoffersen, T. (2019). *Årsregnskapet* (6. utgave). Bergen; Fagbokforl.

Kverva (u.å). *Kverva.* Tilgjengelig fra: https://kverva.no/kverva-2. (Hentet: 03.02.2020)

Global Salmon Initiative (2020). *Protein Production Facts.* Tilgjengelig fra: https://globalsalmoninitiative.org/en/sustainability-report/protein-production-facts/ (Hentet 23.02.2020)

Laks (u.å.). *Lakseproduksjon.* Tilgjengelig fra: https://laks.no/lakseproduksjon/. (Hentet: 20.03.2020)

Laksefakta (2018). *Hva er lakselus?* Tilgjengelig fra: https://laksefakta.no/laks-og-miljo/lus/. (hentet: 22.03.2020)

Laksefakta (2019). *Hvorfor rømmer laksen?* Tilgjengelig fra: https://laksefakta.no/laks-og-miljo/romming/.. (Hentet: 22.03.2020)

Laksefakta (2018). *Norske regler for miljø og oppdrett.* Tilgjengelig fra:https://laksefakta.no/laks-og-miljo/norske-regler-for-miljo-og-oppdrett/. (Hentet: 22.03.2020)

Lerøy, (u.å) *Om oss.* Tilgjengelig fra: https://www.leroyseafood.com/no/om-leroy/om-oss/ (Hentet: 03.02.2020)

McKinsey and Company (2010). *Valuation. Measuring and managing the value of companies.* Canada: John Wiley and sons.

Melkevik, Kjetil (2016). *Akvakultur har nå passert villfangst.* Tilgjengelig fra: https://e24.no/naeringsliv/i/Mgend0/akvakultur-har-naa-passert-villfangst. (Hentet: 24.02.2020).

Misund, Bård (2019). *Fiskeoppdrett*. Tilgjengelig fra: https://snl.no/fiskeoppdrett. (Hentet: 26.02.2020).

Mowi (U. å). *Bærekraftig laks til verden.* Tilgjengelig fra: https://mowi.com/no/om-oss/). (Hentet: 04.04.2020)

Mowi (2018). *Integrated annual report 2018.* Tilgjengelig fra: http://hugin.info/209/R/2239765/882920.pdf. (Hentet: 03.02.2020)

Mowi (2019). *Salmon Farming Industry Handbook 2019.* Tilgjengelig fra: https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2019/06/Salmon-Industry-Handbook-2019.pdf. (Hentet 03.02.2020)

Nilsen, Asgeir Aga (2019). *Sjømatrådet: Norsk laksenæring har tapt 20 milliarder på utestengelsen fra Russland*. Tilgjengelig fra: https://e24.no/naeringsliv/i/9vrzM9/sjoematraadet-norsk-laksenaering-har-tapt-20-milliarder-paa-utestengelsen-fra-russland. (hentet: 20.03.2020)

Nodland, Elisabeth (2017). *Flere vil ha laks.* Tilgjengelig fra: https://ilaks.no/flere-vil-ha-laks-fraktekapasiteten-er-en-kritisk-faktor/. (Hentet 17.03.2020)

Norges Bank (2020). *Mål og virkemidler i pengepolitikken*. Tilgjengelig fra: https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Mandat-oppgaver-pengepolitikk/. (hentet; 20.03.2020)

Norges Bank (u.å). *Om styringsrenten.* Tilgjengelig fra: https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/. (Hentet: 01.04.2020)

Norges Bank (u.å.). *Statsobligasjoner årsgjennomsnitt*. Tilgjengelig fra: https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-dagligenoteringer/. (Hentet: 01.04.2020)

Norges Sjømatråd (2018). *Fiskerspiseren.* Tilgjengelig fra: https://seafood.no/markedsinnsikt/fiskespiseren/fiskespiseren. (Hentet: 22.03.2020)

Norges Sjømatråd (2018). *Hvem bestemmer hvor et oppdrettsanlegg skal ligge?* Tilgjengelig fra: https://laksefakta.no/lakseoppdrett-i-norge/hvem-bestemmer-hvor-et-oppdrettsanlegg-skal-ligge/. (Hentet: 15.03.2020)

Norges Sjømatråd (2019). *Sjømateksport for 99 milliarder i 2018.* Tilgjengelig fra: https://seafood.no/aktuelt/nyheter/sjomateksport-for-99-milliarder-i-2018-/. (Hentet: 14.03.2020)

Norsk Finansanalytikeres forening (2019). *Risikopremien i det norske markedet.* Tilgjengelig fra: https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2019.pdf. (Hentet: 05.04.2020)

Norway Royal Salmon (u.å). *Strategi.* Tilgjengelig fra: https://norwayroyalsalmon.com/no/Om-NRS/Strategi. (Hentet: 03.02.2020)

Norwegian Seafood Council (2019). *Changes in seafood consumption*. Tilgjengelig fra: https://en.seafood.no/market-insight/fish-market2/changes-in-seafood-consumption/. (Hentet: 22.03.2020)

Nybakken Kvale, Atle (2018). *Norske laksekjemper fortsatt utestengt fra Kina.* Tilgjengelig fra: https://www.dn.no/havbruk/kina/liu-xiaobo/nordland/norske-laksekjemper-fortsatt-utestengt-fra-kina/2-1-400362. (hentet 20.03.2020)

Okstad, Gunnar (2019). *Du spiser laksen, men hva spiser laksen?* Tilgjengelig fra: https://www.adressa.no/pluss/okonomi/2019/04/18/Du-spiser-laks-men-hva-spiser-laksen-18804520.ece. (Hentet: 15.03.2020)

Olsen, Stian (2019). *SalMars nye settefiskanlegg i Trøndleag blir verdens største.* Tilgjengelig fra: https://ilaks.no/salmars-nye-settefiskanlegg-i-trondelag-blir-verdens-storste/. (hentet: 01.04.2020)

Oslo Børs (2020). *OSLO Seafood Index.* Tilgjengelig fra: https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/OSLSFX.OSE/overview. (Hentet: 03.02.2020)

Regjeringen (2019). *Skattesatser 2020.* Tilgjengelig fra: https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2020/id2671009. (hentet: 01.04.2020)

Sae-Khow, Nareas m.flere (2019). *Vil femdoble sjømatnæringen, prislappen er på 500 milliarder.* Tilgjengelig fra: https://www.nrk.no/trondelag/sjomat-norge-onsker-a-femdoble-sjomatnaeringen-_-vil-koste-500-milliarder-1.14501218. (Hentet: 01.04.2020)

SalMar (2019). *3.kvartalsrapport 2019.* Tilgjengelig fra: https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/84ed5c6c-acae-4bff-baaf-06417e957afd. (Hentet: 17.03.2020)

SalMar (2020). *20 Største aksjonærer.* Tilgjengelig fra:https://www.salmar.no/20-storste-aksjonaerer/. (Hentet: 03.02.2020)

SalMar (u.å.). *Havbasert fiskeoppdrett – en ny æra.* Tilgjengelig fra: https://www.salmar.no/havbasert-fiskeoppdrett-en-ny-aera/. (Henten: 22.03.2020)

SalMar (u.å). *SalMar i dag.* Tilgjengelig fra: https://www.salmar.no/salmar-i-dag/. Hentet: (03.02.2020).

SalMar (u.å). *Historie.* Tilgjengelig fra: https://www.salmar.no/historie/. (Hentet: 03.02.2020)

SalMar (u.å.). *Aksjekurs.* Tilgjengelig fra: https://www.salmar.no/investor/fakta-om-salmar-aksjen/aksjekurs/ (Hentet: 04.04.2020)

SalMar (u.å). *Strategi og visjon.* Tilgjengelig fra: https://www.salmar.no/strategi-visjon/. (hentet: 03.02.2020).

SalMar (u.å). *Våre virksomhetsområder.* Tilgjengelig fra: https://www.salmar.no/vare-virksomhetsomrader/ (Hentet 17.03.2020)

SalMar (2018). *Årsrapport 2018.* Tilgjengelig fra: https://hugin.info/138695/R/2242686/885273.pdf. (Hentet: 31.03.2020)

Skarstein, Ingrid Dahl (2017). *Hva skjer når Russland ikke har norsk laks?* Tilgjengelig fra: https://seafood.no/aktuelt/Fisketanker/hva-skjer-nar-russland-ikke-har-norsk-laks/. (Hentet: 20.03.2020)

Skretting Norge (2020). *Hvor mye fôr trenger oppdrettsfisk?* Tilgjengelig fra: https://www.skretting.com/nb-NO/sporsmaal-svar/hvor-mye-for-trenger-fisk/ (Hentet 23.02.2020)

Statistisk Sentralbyrå (2019). *Akvakultur.* Tilgjengelig fra: https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/statistikker/fiskeoppdrett/aar. (Hentet: 24.02.2020)

Steinset, Trond. A (2017). *Frå attåtnæring til milliardindustri.* Tilgjengelig fra: https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/artikler-og-publikasjoner/fra-attatnaering-til-milliardindustri. (Hentet: 25.02.2020)

Strønen Riise, Ole Jacob (2019). *Ett landbasert oppdrettsanlegg i gang, flere kommer etter.* Tilgjengelig fra: https://fiskeribladet.no/tekfisk/nyheter/?artikkel=67715. (Hentet: 15.03.2020)

Widerøe, Wanda (2017). *Det store mateksperimentet.* Tilgjengelig fra: https://www.renmat.no/artikler/2017/det-store-mateksperimentet. (Hentet 16.04.2020)

Ytreberg, Rune (2020). *Koronakrise for Kina-laks: «Det er en alvorlig situasjon».* Tilgjengelig fra: https://www.dn.no/havbruk/laks/lakseoppdrett/koronaviruset/koronakrise-for-kina-laks-det-er-en-alvorlig-situasjon/2-1-764300?fbclid=IwAR0pjG9fXzRIOQkTuz5i28Y0ltFj410oCtDNS3FcuoRfiovScBkdiX5eajQ. (Hentet: 10.03.2020)

NTNU

Kunnskap for en bedre verden