

Tobias Vestre
Christoffer Bye Evensen
Martin Valnum Tilseth

Verdsettelse av SalMar ASA

Semesteroppgave i Bachelor i økonomi og administrasjon

Veileder: Hans Marius Eikseth

April 2021

Tobias Vestre
Christoffer Bye Evensen
Martin Valnum Tilseth

Verdsettelse av SalMar ASA

Semesteroppgave i Bachelor i økonomi og administrasjon
Veileder: Hans Marius Eikseth
April 2021

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet
Fakultet for økonomi
NTNU Handelshøyskolen

Forord

Dette er semesteroppgaven for vår Bachelorgrad i Økonomi og Administrasjon ved Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet (NTNU). Semesteroppgaven er en verdsettelsesoppgave innen retningen Finansiell styring og tilsvarer 7,5 studiepoeng. Gjennom tre år ved NTNU Handelshøyskolen har vi opparbeidet oss kunnskap som vi baserer vår analyse på.

Semesteroppgaven er skrevet om SalMar ASA som er et norsk renommert oppdrettsselskap basert i Trøndelag, mer konkret på Frøya. At selskapet er plassert i Trøndelag har vært en av de avgjørende faktorene for at vi valgte akkurat SalMar, da vi anså en lokal forankring som et spennende element for valg av selskap å skrive oppgaven om. Valget av SalMar har også vært påvirket av familien Witzøe sin medieprofilering, og den mulige betydningen norsk fiskeoppdrett kan ha for fremtidens velferdsstat. Oppdrettsbransjen er en spennende bransje, og en bransje vi ønsker å lære mer om. SalMar har hatt stor vekst de siste årene og opparbeidet seg en sterk markedsposisjon. De har også flere større prosjekter under utvikling. Vi har derfor valgt SalMar ASA for vår verdsettelsesoppgave.

Gjennom denne oppgaven har vi opparbeidet oss kunnskap om en bransje med stort potensiale, men også med mange utfordringer. Vi har fått anvendt teori fra studiet vårt, og lært hvordan man verdsetter et selskap.

Avslutningsvis ønsker vi å takke vår veileder Hans Marius Eikseth for gode innspill.

Forfatterne av denne oppgaven er fullt og helt ansvarlige for dens innhold.

Trondheim 27.04.2021

Tobias Vestre

Christoffer Bye Evensen

Martin Valnum Tilseth

Sammendrag

Formålet med denne semesteroppgaven var å verdsette SalMar ASA, gjennom følgende problemstilling:

Hva er SalMar ASA verdt?

SalMar er blant de største oppdrettsselskapene i Norge, et land som er verdensledende innen oppdrett av Atlantisk laks. I den strategiske analysen kommer det frem at SalMar har flere fortrinn i oppdrettsbransjen, der et av de mest sentrale for SalMars lønnsomhet er lavere kostnader per kg laks produsert enn for de største konkurrentene. SalMar satser også på innovasjon, og investerer flere milliarder i nye anlegg i Norge. Konkurransen fra landbasert oppdrett er en potensiell trussel for SalMar, men denne typen oppdrett må utvikles mer for å innta en større rolle i markedet.

Regnskapsanalysen viser at SalMars lønnsomhet, finansiering og soliditet har vært god i årene 2015-2019, men at selskapets likviditet har vært dårligere enn konkurrentenes og er et område SalMar bør sette søkelys på.

Vi har kommet frem til et avkastningskrav (WACC) for SalMar på 5,30%. Gjennom prognoser av fremtidige kontantstrømmer, og en terminalverdi der vi har brukt 2% som vekstfaktor, har vi kommet frem til en verdi per aksje for SalMar på NOK 578,04 ved bruk av DCF-metoden. Gjennom å anslå fremtidig vekst i utbytte, har vi gjennom Dividendemodellen kommet frem til et estimat på SalMar sin verdi per aksje på NOK 484. Og gjennom bruk av multipler i den markedsbaserte analysen, kommer vi frem til en verdi per aksje på NOK 557,23.

Vi vektlegger de ulike verdsettelsesmetodene med henholdsvis 45% (DCF), 30% (Multippelanalyse) og 25% (Dividendemodellen). Da kommer vi frem til et kursmål på NOK 548,29. Sammenlignet med SalMar sin kurs 31.12.2020 på NOK 503,60, ser vi at SalMar var underpriset med 8,87% ifølge vår analyse. Som svar på vår problemstilling kommer vi dermed frem til at SalMar ASA er verdt NOK 548,29 per aksje per 31.12.2020, som tilsvarer en markedsverdi på NOK 62 121 256 452.

Abstract

The objective of this semester-thesis was to appraise the value of the company SalMar ASA, with the following thesis statement:

What is the value of SalMar ASA?

SalMar is one of the major fish farm companies in Norway, a country that is world-leading in the farming of Atlantic salmon. Our strategic analysis shows that SalMar have several competitive advantages in the fish farming industry, where one of SalMar's most central advantages is their cost-efficiency of each kg salmon produced, which is better compared to their major competitors. SalMar is also heavily invested in innovation and are putting billions of NOK into new production facilities based in Norway. The competition from land-based fish farming is a potential threat for SalMar, although this way of fish farming needs to be further developed before it will have a significant impact on the state of the market.

The financial statement analysis shows that SalMar's profitability, financing and solvency have been good in the years 2015-2019, but their liquidity has been worse than the competitors' and this should be an area where SalMar direct their focus in the future.

Our calculated Weighted Average Cost of Capital (WACC) for SalMar is 5.30%. Through forecasts of future cash flows, and a terminal value where we used 2% as the growth factor, we calculated the value per share for SalMar to be NOK 578.04 using the DCF-method. By estimating future dividend growth, we have used the Dividend Model to estimate SalMar's value per share to NOK 484. And by using multiples in the market-based analysis, we arrive at a value per share of NOK 557.23.

We emphasize the various valuation methods with respectively 45% (DCF-method), 30% (Multiple-analysis) and 25% (Dividend model). The calculated price target for SalMar is thus NOK 548.29. Compared to SalMar's price per share as of 31.12.2020 of NOK 503.60, we find that SalMar was undervalued by 8.87%, according to our analysis. In response to our thesis statement, we thus conclude that SalMar ASA is worth NOK 548.29 per share as of 31.12.2020, which corresponds to a market value of NOK 62 121 256 452.

Innholdsfortegnelse

1 Innledning.....	1
1.1 Motivasjon.....	1
1.2 Problemstilling.....	2
1.3 Avgrensing.....	2
1.4 Oppbygging	2
2 Selskaps- og bransjebeskrivelse	3
2.1 Oppdrettsbransjen	3
2.1.1 Historie.....	3
2.1.2 Organisering og prosessen	4
2.1.3 Konkurrenter	5
2.2 Markedsanalyse	6
2.2.1 Etterspørsel	6
2.2.2 Tilbud.....	7
2.2.3 Covid-19	8
2.3 Presentasjon av SalMar ASA	9
2.3.1 Historie.....	9
2.3.2 Status i dag.....	9
3 Strategisk analyse.....	11
3.1 Ekstern analyse	11
3.1.1 PESTEL	11
3.1.2 Porters fem konkurransekrefter.....	14
3.2 Intern analyse.....	15
3.2.1 VRIO.....	15
3.3 SWOT	16
4 Regnskapsanalyse.....	17
4.1 Lønnsomhet	17

4.1.1 Totalkapitalrentabilitet	17
4.1.2 Egenkapitalrentabilitet	18
4.1.3 Driftsmargin	19
4.2 Finansiering og soliditet	20
4.2.1 Finansieringsgrad 1	21
4.2.2 Arbeidskapital	22
4.2.3 Egenkapitalandel	23
4.2.4 Gjeldsgrad	24
4.3 Likviditet	25
4.3.1 Likviditetsgrad 1	25
4.3.2 Likviditetsgrad 2	26
4.4 Oppsummering regnskapsanalyse	27
5 Avkastningskrav	27
5.1 Markedets risikopremie	28
5.2 Risikofri rente	28
5.3 Aksjebeta	28
5.4 CAPM	30
5.5 Egenkapitalandel og gjeldsandel	30
5.6 Gjeldsrente	31
5.7 WACC	32
6 Prognose av fremtidige kontantstrømmer	32
6.1 Driftsinntekter	33
6.2 Kostnadsutvikling	34
6.2.1 Varekostnad	35
6.2.2 Lønnskostnad	35
6.2.3 Andre driftskostnader	36
6.3 Avskrivninger, nedskrivninger og investeringer	36

6.4 Arbeidskapital.....	38
6.5 Fri kontantstrøm	38
6.6 Terminalverdi	39
7 Fundamental verdsettelse	40
7.1 DCF-metoden	40
7.2 Dividendemodellen.....	41
8 Markedsbasert analyse (Multippel analyse).....	43
8.1 P/E rate	43
8.2 EBIT/KG	44
8.3 EV og EV/KG.....	45
8.4 EV/EBIT	47
8.5 Price to book (P/B)	49
8.6 Konklusjon av multippelanalysen	50
9 Sensitivitetsanalyse	51
10 Konklusjon	54
11 Kritikk	55
12 Litteraturliste	56

Figurliste

Figur 1: Klimaavtrykk animalske proteinkilder (GSI, 2020)	7
Figur 2: Vekstforventninger av tilbudet av Atlantisk laks (Mowi, 2020)	7
Figur 3: Historisk utvikling av total kapitalrentabiliteten	18
Figur 4: Historisk utvikling av egen kapitalrentabiliteten	19
Figur 5: Historisk utvikling av driftsmarginen	20
Figur 6: Historisk utvikling av Finansieringsgrad 1	21
Figur 7: Historisk utvikling av arbeidskapitalen	22
Figur 8: Historisk utvikling av egen kapitalandelen	23
Figur 9: Historisk utvikling av gjeldsgraden	24
Figur 10: Historisk utvikling av Likviditetsgrad 1	25
Figur 11: Historisk utvikling av Likviditetsgrad 2	26

Tabelliste

Tabell 1: Sjømatmarkedet i Norge i 2019. (Statistisk Sentralbyrå, 2020)	3
Tabell 2: Lakseeksporten 2018-2020 (Statistisk Sentralbyrå, 2021)	8
Tabell 3: Beta	29
Tabell 4: Gjennomsnittlig lånerente	31
Tabell 5: Driftsinntekt	33
Tabell 6: Endring slaktevolum	33
Tabell 7: Fremtidig forventet laksepris (Fish Pool, 2021)	34
Tabell 8: Laksesalg i prosent av driftsinntekt	34
Tabell 9: Prognose av driftsinntekt	34
Tabell 10: Varekostnad	35
Tabell 11: Prognose av varekostnad	35
Tabell 12: Lønnskostnad	35
Tabell 13: Prognose av lønnskostnad	35
Tabell 14: Andre driftskostnader	36
Tabell 15: Prognose av andre driftskostnader	36
Tabell 16: Avskrivning og nedskrivning	36
Tabell 17: Prognose av avskrivning og nedskrivning	37

Tabell 18: Investeringer	37
Tabell 19: Prognose av investeringer	37
Tabell 20: Arbeidskapital	38
Tabell 21: Prognose av arbeidskapital	38
Tabell 22: Prognose av frie kontantstrømmer	38
Tabell 23: Beregning av virksomhetsverdien.....	40
Tabell 24: Beregning av verdi per aksje.....	41
Tabell 25: P/E Analyse.....	43
Tabell 26: EBIT/KG.....	44
Tabell 27: EV-Tabell.....	45
Tabell 28: EV/KG	46
Tabell 29: EV/EBIT	47
Tabell 30: EV/EBIT vs. EBIT/KG	48
Tabell 31: P/B - Price-to-book	49
Tabell 32: Beregning av kursmål med multipler.....	50
Tabell 33: Sensitivitetsanalyse av beta og risikofri rente.....	51
Tabell 34: Sensitivitetsanalyse av vekstfaktoren (g) og avkastningskravet (WACC) i DCF ..	51
Tabell 35: Sensitivitetsanalyse av slaktevolum.....	52
Tabell 36: Sensitivitetsanalyse av vekst i utbytte (g).....	53

1 Innledning

1.1 Motivasjon

Motivasjonen for valg av SalMar ASA som selskap for vår verdsettelsesoppgave er et resultat av flere faktorer. Den første er at det er innenfor en spennende bransje i vekst hvor fremtidige innovasjoner kan forandre hvem som har sterkest posisjon i markedet. Oppdrettsbransjen er ikke helt uten kontrovers med tanke på miljøhensyn og dyrevelferd. Vi ønsket også å se nærmere på hvilke faktorer som legges til grunn for å differensiere selskapene fra hverandre, og hvilke faktorer SalMar har for å skape fortrinn ovenfor konkurrentene.

Det er flere politiske strømninger som snakker for, og samtidig truer denne bransjen. Den kontroversielle bekjempelsen av lakselus (Bøhren og Nilsen, 2020) er et eksempel på dette. Samtidig er oljebransjen under stadig økende press for omstilling og den norske velferdsstaten vil sannsynligvis i fremtiden være avhengig av andre bransjer som driver økonomien framover.

SalMar har flere kapitaltunge investeringer i gang, med investering i offshore- og onshore teknologi. Dette for å ikke bare skape egne fortrinn, men for også å bekjempe miljøproblemene oppdrett medfører. SalMar er derfor en spennende aktør i en bransje som tidligere har vist en solid vekst (Kringstad, 2019), og med nye innovasjoner underveis kan det bli interessant å se hva fremtiden bringer for selskapet.

1.2 Problemstilling

Vi har valgt følgende problemstilling:

Hva er SalMar ASA verdt?

1.3 Avgrensing

I vår regnskapsanalyse bruker vi regnskapsdata fra 2015-2019. Når vi skal komme frem til en verdi per aksje gjennom en fundamental verdsettelse og markedsbasert verdsettelse, benytter vi data fra 2020 i tillegg. Data vi har hentet inn er primært sekundærdata gjennom årsrapporter og kvartalsrapporter. Vi vektlegger de ulike verdiene vi kommer frem til, og kommer med et kursmål. Kursmålet vårt sammenlignes med SalMar sin aksjekurs per 31.12.2020.

1.4 Oppbygging

Oppgaven vår er delt inn i ulike deler. I del 2 presenteres oppdrettsbransjen og SalMar ASA. Videre gjennomfører vi en strategisk analyse av SalMar ASA i del 3. I del 4 gjennomfører vi en regnskapsanalyse og i del 5 kommer vi frem til avkastningskrav for SalMar ASA. Vi prognostiserer fremtidige kontantstrømmer i del 6, før vi diskonterer disse kontantstrømmene og kommer frem til selskapets fundamentalverdi i del 7. Vi gjennomfører en markedsbasert verdsettelse ved bruk av multipler i del 8. I del 9 gjør vi en sensitivitetsanalyse. I del 10 kommer vi frem til en konklusjon før vi avslutter med kritikk av oppgaven i del 11.

2 Selskaps- og bransjebeskrivelse

Her vil vi komme med en beskrivelse av oppdrettsbransjen, gjøre en markedsanalyse, og presentere SalMar ASA som selskap.

2.1 Oppdrettsbransjen

Oppdrettsbransjen utgjør en relativt stor del av norsk økonomi. Tall fra SSB (2020) i Tabell 1 under, viser at laks stod for 93,9% av produsert mengde sjømat i Norge i 2019. Av annen sjømat som produseres i Norge har vi regnbueørret, røye, torsk, kveite og skalldyr blant annet. Det finnes mange aktører innen oppdrett av laks i Norge, hvor SalMar ASA er en av de største. Mye av laksen i Norge blir eksportert til andre land.

Akvakultur.					
	Matfisk (tonn)	Andel	Endring i prosent	Førstehåndsverdi (millioner kr)	Endring i prosent
			2018 - 2019		2018 - 2019
2019					
I alt	1 452 928	100,0	7,2	71 735	5,7
Laks	1 364 044	93,9	6,4	67 990	5,4
Regnbueørret	83 489	5,7	22,2	3 477	13,8
Røye	519	0,0	80,2	31	52,0
Torsk	:	:	:	:	:
Kveite	1 525	0,1	-17,2	155	-14,9
Skalldyr	2 164	0,1	25,7	29	-24,0
Andre fiskeslag	:	:	:	:	:

Tabell 1: Sjømatmarkedet i Norge i 2019. (Statistisk Sentralbyrå, 2020)

Siden 1990 har produksjonen av Atlantisk laks økt med mer enn 1000% i verden. Men sammenlignet med annen sjømat, utgjør laks bare 4,4% av verdens sjømattilbud. Villfangst av fisk stagnerer for mange fiskearter i mange regioner, og tilbudet av sjømat går mer og mer mot oppdrett (Mowi, 2020).

2.1.1 Historie

Fiskeoppdrett har en lang historie. Det er rapporter som tyder på at fiskeoppdrett startet i Kina og Egypt for 4000-6000 år siden, men oppdrett er ikke nevnt i historiebøkene før rundt år 500 f.Kr. Det var hovedsakelig oppdrett av karpefisk det startet med. Yngelproduksjon av andre fiskearter kom først for fullt på 1800-tallet. I 1850 ble klekking av ørret etablert i Norge, og regnbueørreten ble importert fra Danmark på slutten av 1800-tallet. Det var først på 1960-

tallet at oppdrettsnæringen i Norge skjøt fart. Det var brødrene Vik som gradvis klarte å tilvenne regnbueørreten til sjøvann. Det ble gjort mange eksperimenter, og den første laksesmolten i sjø ble satt ut på slutten av 1960-tallet. Første slakt av oppdrettslaks i Norge skjedde i 1971. Siden den gang har produksjonen av laks vokst jevnt, og i dag er over halvparten av oppdrettslaks i verden produsert i Norge (Misund, 2021).

2.1.2 Organisering og prosessen

Oppdrettsnæringen er tillatelsesbasert, så for å kunne drive oppdrett i Norge trenger man tillatelse fra staten, gjennom Fiskeridirektoratet. Kravet er begrunnet i Ot.prp. nr. 61 (2004-2005): Om lov om akvakultur. De som ønsker å starte oppdrett, altså drive eksklusiv drift på allmenhetens areal, må oppfylle kravene til myndighetene om driften og at de bidrar til verdiskaping i samfunnet. Etterspørselen etter tillatelser er stor, men det er begrenset antall matfisktillatelser til laks, ørret og regnbueørret. Når vilkår i tilsagnet er oppfylt og lokaliteten er klarert har de rett til drift ved utstedelse av tillatelsesdokument. Det er avgrensning på tillatt biomasse, altså antall kg levende fisk i sjøvann. Oppdretterne kan ikke overstige maksimal tillatt biomasse på selskapsnivå eller lokalitetsnivå. På selskapsnivå avhenger avgrensingen av type og antall konsesjoner. Maksimal tillatt biomasse på lokalitetsnivå avhenger hovedsakelig av miljømessig bæreevne til lokaliteten. En normal størrelse på tillatelsen er 780 tonn, med unntak av Troms og Finnmark som ligger på 945 tonn (Fiskeridirektoratet, 2017).

Proessen ved lakseoppdrett starter ved en stamfisk, som er en type foreldrefisk som setter grunnlag for ny fisk gjennom befruktet rogn. Det tar 60 dager frem til klekking, ved en temperatur på rundt 8 grader celsius. 25-30 dager ut i klekkeriprosessen blir rognen til øyerogn. Når klekkingen skjer etter 60 dager, sprekker skallet og yngelen frigjøres. I plommesekken har yngelen mat for de første ukene. Etter at plommesekken er oppbrukt, flyttes de fra klekkeriet og over i fiskekar som innehar en temperatur på 10-14 grader. Her begynner startfôringsperioden som varer i seks uker. De blir plassert i større kar etter hvert som de vokser. Her blir de vaksinert, og etter seks uker transporteres fisken med brønnbåt til matfiskanleggene. Det kalles smoltifisering når settefisken går fra ferskvann til saltvann. Fisken får da en sølvblank farge på buken, og den blir blågrønn over ryggen. Oppdrettene foregår i merder. Etter ett år i sjøen er fisken klar for slakting. Den fraktes da levende i brønnbåt inn til land. Den går forsiktig over til slakteriet, via ventemerder. Her skjer slaktingen ved hjelp av maskiner, i henhold til offentlig regelverk. Så blir laksen bearbeidet til ulike produkter og distribueres til markeder verden over (SalMar, 2020b).

2.1.3 Konkurrenter

SalMar ASA driver hovedsakelig med oppdrett av Atlantisk laks. Når vi skal se på konkurrenter i bransjen begrenser vi oss til norske oppdrettere av denne typen fisk. Siden Norge står for omtrent halvparten av produksjonen av Atlantisk laks i verden, går vi ikke inn på selskaper utenfor Norge. I de siste årene har det kommet flere og flere selskaper innen landbasert oppdrett, som på sikt kan sees på som den største konkurrenten for selskapene som driver med tradisjonelt oppdrett. Vi tar med de største aktørene i Norge som er notert på Oslo Børs; MOWI ASA, Lerøy Seafood Group ASA, Grieg Seafood ASA og Norway Royal Salmon ASA. I tillegg tar vi med en samlet kategori for selskapene som driver med landbasert oppdrett.

Mowi ASA

Mowi ASA er den største aktøren i verden innen produksjon av Atlantisk laks. De har 14 866 ansatte fordelt på 25 land. Mowi ble opprettet i 1964. Selskapet er notert på Oslo Børs og har en markedsverdi på ca. 98 milliarder NOK (Mowi, u.å.).

Lerøy Seafood Group ASA

Lerøy Seafood Group har røtter tilbake til 1899. De er notert på Oslo Børs og har en markedsverdi på ca. 36,5 milliarder NOK. Hovedkontoret deres ligger i Bergen og de har 4500 ansatte. De er i likhet med SalMar og Mowi et av de største oppdrettselskapene i verden innen Atlantisk laks. Lerøy og Mowi er altså de største konkurrentene for SalMar (Lerøy Seafood Group, u.å.).

Grieg Seafood ASA

Grieg Seafood er et noe mindre selskap enn de forutnevnte, men er likevel et av de største lakseoppdrettselskapene i verden. De har hovedkontor i Bergen, og har over 900 ansatte. Grieg Seafood er notert på Oslo Børs og har en markedsverdi på ca. 8,96 milliarder NOK (Grieg Seafood, u.å.).

Norway Royal Salmon ASA

Norway Royal Salmon ble grunnlagt i 1992. Selskapet driver med oppdrett av laks, og er omtrent på størrelse med Grieg. De er notert på Oslo Børs og har en markedsverdi på ca. 8,78 milliarder NOK (Norway Royal Salmon, u.å.).

Landbasert oppdrett

I oppdrettsbransjen har landbaserte oppdrettsanlegg kommet for fullt de siste årene. På sikt kan det bli en veldig stor konkurrent for SalMar. Det er spesielt for eksportnæringen landbasert oppdrett kan konkurrere ut SalMar. Landbaserte oppdrettsanlegg kan bygges nær byene ute i verden, og dermed ha oppdrett av Atlantisk laks nær kunden. De slipper transportkostnader, og vil være mer bærekraftig. Atlantic Sapphire er et norsk børsnotert selskap som bl.a. har anlegg i Florida, USA. Nordic Aqua Partners er et annet selskap som har anlegg under bygging i Kina. Det finnes mange flere selskap som satser på landbasert oppdrett. Mange landbaserte oppdrettsanlegg bruker resirkuleringsystemet RAS (Recirculation Aquaculture System) som skal skape god vannkvalitet til lavest mulige kostnader. De tar også bort risiko knyttet til sykdom og flukt for fisken. De bruker ny teknologi, og på sikt kan de bli en stor konkurrent for SalMar (Knudsen, 2019).





2.2 Markedsanalyse

I denne markedsanalysen er data hentet fra “Sustainable Salmon Farming: The Future of Food” utgitt av GSI (2020), og fra “Salmon Farming Industry Handbook 2020” utgitt av Mowi (2020).

2.2.1 Etterspørsel

Vi ser først på etterspørselssiden. Med en stadig voksende befolkning i verden, vil det være et økende behov for mat. Man anslår at konsumet av mat i verden de neste 50 årene, vil overgå all mat konsumert i resten av menneskets historie. Etterspørselen etter laks har økt jevnt verden over i flere år, og forventes å øke mer inn i fremtiden. Trender viser et ønske om å spise sunnere og mer miljøvennlig. Laks har høyt proteininnhold og høyt innhold av omega-3, og er et veldig godt alternativt til kjøtt. Det taler til fordel for produksjonen av Atlantisk laks. Statistikken viser også en økning i etterspørsel etter sjømat. Mellom 1961 og 2015 har inntaket av sjømat per innbygger doblet seg. Med stadig økende klimautfordringer, er det viktig å gå mot en mer bærekraftig matproduksjon. Oppdrett av Atlantisk laks har lavt klimaavtrykk og en av verdens laveste utslipp av klimagass av alle animalske proteinkilder, som gjør det til et mer klimavennlig alternativ enn kjøtt. I Figur 1 under ser man hvordan klimaavtrykket til laks er sammenlignet med andre animalske proteinkilder.

Farmed salmon is one of the most eco-efficient and sustainable forms of protein

				
Feed Conversion Ratio ¹	1.2-1.5*	1.7-2	2.7-5	6-10
Water Consumption ² (liter / kg edible meat)	2,000**	4,300	6,000	15,400
Carbon Footprint ¹ (grams CO ₂ -equivalent / typical serving of 40 g edible protein)	0.6*	0.9	1.3	5.9

¹ Global Salmon Initiative (GSI) Sustainability Report. Available at: <https://globalsalmoninitiative.org/en/sustainability-report/>. Last accessed October 2019.

² Mowi. Salmon Farming Industry Handbook 2019. Available at: <http://hugin.info/209/R/2246047/887370.pdf>. Last accessed October 2019.

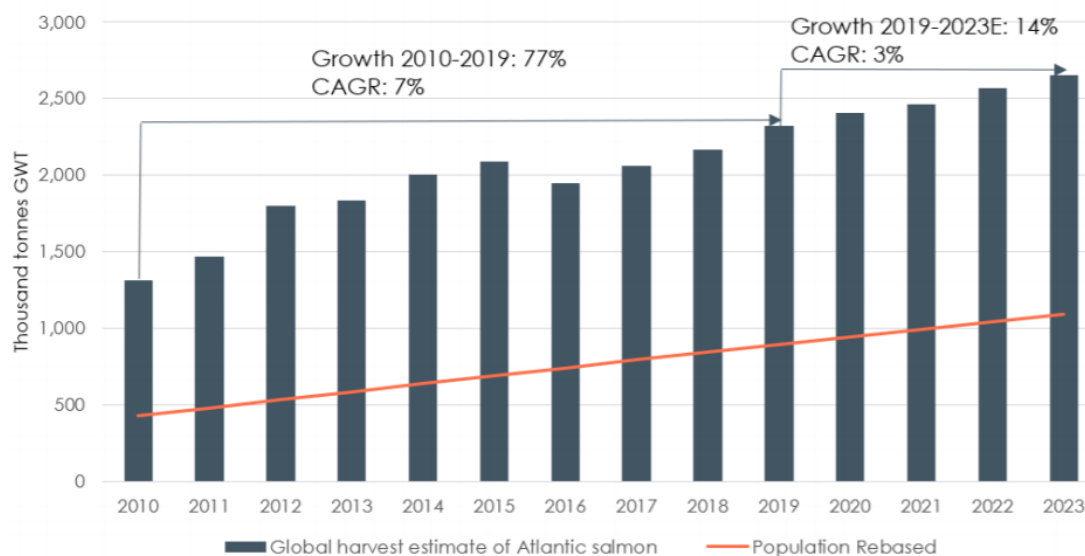
* Figures reflect feed conversion ratio and carbon footprint of farmed Atlantic salmon.

** Total water footprint for farmed salmon fillets in Scotland, in relation to weight and content of calories, protein and fat.

Figur 1: Klimaavtrykk animalske proteinkilder (GSI, 2020)

2.2.2 Tilbud

Ved en økende etterspørsel bør det følge et økende tilbud. De siste årene har tilbudet av laks hatt en jevn øking.



Figur 2: Vekstforventninger av tilbudet av Atlantisk laks (Mowi, 2020)

Som vist i Figur 2, har tilbudet hatt en årlig vekstrate (CAGR) på 7% mellom 2010 og 2019. Forventet CAGR i årene fremover ligger på 3%. Det tyder på at tilbudet av laks vil ha en lavere vekst fremover enn det har hatt de siste årene. En av grunnene til at veksten stagnerer er at oppdrettsnæringen har kommet til et punkt der de biologiske forholdene setter en stopper for videre vekst. Mange av områdene som er egnet til oppdrett er allerede utnyttet. Derfor

kreves det ny teknologi og nye innovasjoner for å opprettholde veksten. Den optimale vanntemperaturen for laks er mellom 8°C og 14°C. Det er blant annet derfor Norge er velegnet for lakseoppdrett, og veldig mange andre steder ikke er det. Det kreves også et visst nivå av havstrøm for at fisken skal få bevege seg fritt. Disse forholdene er typisk ved kystlinjer med mange fjorder og skjærgårder, som gjør at mange kystlinjer ute i verden er utelukket. For å følge den økende etterspørselen er det mange selskaper som prøver å finne nye måter å drive lakseoppdrett på, med blant annet landbasert oppdrett og havbasert oppdrett. For øyeblikket har ikke disse store produksjonsvolum, men med stadig ny teknologi har disse områdene store vekstmuligheter. Lakseprisen er relativt lav for øyeblikket. Det kan tyde på en økning i lakseprisen fremover, da det er høy etterspørsel og ikke tilsvarende like høyt tilbud.

2.2.3 Covid-19

Den pågående pandemien har hatt stor innvirkning på de fleste næringer, derav også oppdrettsnæringen. I starten av pandemien gikk eksporten av laks kraftig ned, spesielt til Asia. Restaurantbransjen har hatt et større fall i etterspørselen etter laks. Selv om mange blir tvunget til å lage mat hjemme, så viser det seg at sjømat fortsatt er populært. Etter hvert har etterspørselen tatt seg kraftig opp igjen, og med den pågående vaksineringsen, er det forventet at etterspørselen etter laks øker. Under nedstengingen i mars 2020 raste også kronekursen, som gjorde det billigere for utenlandske å kjøpe norske varer. Kronekursen har imidlertid hentet seg en del inn igjen, som er med på å bremse veksten. Det viser seg at lakseeksporten i Norge ikke har fått seg en veldig stor knekk av pandemien som mange andre markeder. Det var spesielt til Kina eksporten falt, men til andre land har den økt (Engø, 2020).

Eksport av fisk, etter art ¹								
	Millioner kroner			Endring i prosent 2019 - 2020	Tonn			Endring i prosent 2019 - 2020
	2018	2019	2020		2018	2019	2020	
I alt	96 090	104 042	101 952	-2,0	2 482 584	2 423 346	2 436 715	0,6
Laks ²	67 715	72 439	70 069	-3,3	1 054 855	1 122 248	1 141 157	1,7

Tabell 2: Lakseeksporten 2018-2020 (Statistisk Sentralbyrå, 2021)

Tabell 2 viser at lakseeksporten i 2020 var på 1 141 157 tonn, som er en økning 1,7% i 2020 i forhold til 2019. Det viser at selv med effekten av Covid-19 har lakseeksporten holdt seg oppe. Men i kroner har det vært en nedgang på 3,3%, som hovedsakelig skyldes den lave lakseprisen.

2.3 Presentasjon av SalMar ASA

I hovedsak er historie hentet fra SalMar sin egen nettside SalMar (u.å. a).

2.3.1 Historie

SalMar som selskap ble opprettet i 1991 på Frøya i Trøndelag som følge av et oppkjøp av konkursbo. Dette konkursboet innebar overtakelsen av foredlingsanlegg, hovedsakelig for hvit fisk, samt en konsesjon for oppdrett av laks. Dette medførte at SalMar og etter hvert at den norske oppdrettsnæringen satset betydelig på egen-videreforedling, i stedet for å eksportere fisken til utlandet for foredling (SalMar, u.å. a).

Etter et oppkjøp av et selskap om produserte smolt; Follasmolt, som også var Trøndelagsbasert, kunne SalMar starte produksjon av settefisk. I 2000 gjorde SalMar et delvis oppkjøp av Senja Sjøfarm som hadde 9 konsesjoner innenfor sitt virke, og SalMar sitt produksjonsvolum av slaktet fisk var på dette punktet 11 000 tonn. Volumet har steget jevnt og trutt, med enkelte opphold av vekst, og produserte 166 000 tonn i 2019. I 2006 kjøpte SalMar resterende andelen av Senja Sjøfarm og ble derfor eeneier, navnet til dette selskapet ble i 2008 endret til SalMar Nord AS, slik at det dekker alle de «nordlige» aktivitetene tilknyttet selskapet. I 2011 ble nye «milepæler» nådd, da de gjennom et oppkjøp av Villa Miljølaks ervervet seg noen konsesjoner for oppdretting av økologisk laks.

Nye «milepæler» ble nådd i 2015. En godkjennelse av deres planlagte havmerd for oppdrett til havs, samt et oppkjøp av en posisjon innenfor islandske Arnarlax (SalMar, u.å. a). SalMar har videre gjennom årene stadig økt sin eierandel i Arnarlax, fra en 22,91% andel i 2015 til 59% i 2019 og ble med dette majoritetseier av Islands største oppdretter (SalMar, u.å. a). Etter å ha startet med én enkelt konsesjon i 1991, og via oppkjøp eller tildeling av nye, har SalMar per i dag (09.02.2021), 100 konsesjoner. Disse er fordelt utover Midt-Norge og Nord-Norge, med majoriteten (68) i Midt-Norge (Møre og Romsdal, samt Trøndelag). For Nord-Norge er konsesjonene spredd utover Troms og Finnmark fylke.

2.3.2 Status i dag

SalMar hevder selv at de er en av verdens største og mest effektive oppdrettsselskaper for laks (SalMar, u.å. c). I 2019 hadde SalMar et årsresultat på NOK 2 544 487 000. De har hovedkontor på Frøya i Trøndelag, og konsernsjefen er Gustav Witzøe.

Visjonen til SalMar er «Passion for Salmon», og kjernen i det strategiske fundamentet består av to målsetninger (SalMar, u.å. d):

1. Biologi skal være kostnadsledende – best på operasjonelle effektivitet

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

Målsetningene skal sikre SalMar sin posisjon som en ledende aktør i den globale laksenæringen (SalMar, u.å. d). Kverva Industrier AS eier 52,46% av SalMar ASA (per 31.12.2020). 93,02% av Kverva Industrier AS er eid av Gustav Witzøe. Andre store eiere i SalMar er bl.a. Folketrygdfondet (6,42%), State Street Bank and Trust Comp (4,14%) og BNP Paribas Securities Services (1,38%) (SalMar, 2020a).

SalMar er representert gjennom deleide datterselskaper i flere land, deriblant Arnarlax på Island og Norskott Havbruk i Skottland, og i flere østasiatiske land. Videre forventer SalMar et slaktevolum i 2021 på 163 000 tonn i Norge, samt 14 000 tonn på Island (SalMar, 2021).

SalMar ASA har søkt om konsesjon for oppdrett i Norskehavet. Dette er den første søknaden om å lokalisere oppdrett til havs (Knudsen, 2021), og ønsker derfor allerede fra 2024 å etablere oppdrettsmerder til havs. SalMar planlegger også å åpne et nytt slakteri- og foredlingsanlegg i Nord-Norge under et datterselskap kalt InnovaNor. Dette for å styrke, og skape en tilsvarende foredlingsautomatikk, slik som de benytter og har i Midt-Norge gjennom deres anlegg på blant annet Frøya, hvor SalMar sitt hovedkontor også er lokalisert.

SalMar leverte nylig sin søknad om lokalisering for deres havoppdrettsprosjekt; Smart Fish Farm. Noe som er tråd med SalMar sitt uttalte ønske om å styrke sin satsning på havbasert oppdrett. I februar 2021 kjøpte SalMar virksomheten Lofoten Aqua AS som har konsesjon for 796 tonn, av konsernet Insula (SalMar, 2021).

3 Strategisk analyse

Vi skal her gjennomføre en strategisk analyse av SalMar ASA. Her ser vi først på makroøkonomiske faktorer som kan påvirke oppdrettsbransjen og SalMar gjennom en PESTEL-analyse. Videre i den eksterne analysen, ser vi på hvordan omgivelsene og andre aktører påvirker SalMar, ved bruk av Porters fem konkurransekrefter. Videre tar vi for oss en intern analyse, der vi ser på hvilke konkurransefortrinn SalMar innehar, ved bruk av VRIO-modellen. Til slutt gjør vi en SWOT-analyse for å få oversikt over styrker og svakheter for SalMar. SWOT fungerer som en oppsummering av den strategiske analysen.

3.1 Ekstern analyse

3.1.1 PESTEL

PESTEL-analysen benyttes for å kartlegge eksterne forhold i et marked.

Disse er politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljø og lovmessige forhold, og kan gi en oversikt over makroøkonomiske faktorer som har innvirkning på SalMar ASA sin drift.

Politiske forhold:

Ulike avgifter og skatter for oppdrettsnæringen er blitt diskutert i media de siste par årene.

Blant disse er grunnrenteskatt for oppdrettsnæringen, der et utvalg ved Stortinget i 2019 foreslo en grunnrenteskatt på 40 prosent (Hovland, 2019).

Denne skatten ble møtt med mye motstand, og det ble heller innført en produksjonsavgift på 40 øre per kg produsert fisk (Giæver og Christensen, 2020).

Staten satser også på en femdobling av norsk havbruksnæring innen 2030 (Veikart for havbruksnæringen, 2019). Grunnrenteskatt ville vært unikt for Norge, og kunne svekket oppdrettsnæringens konkurransedyktighet internasjonalt. Produksjonsavgiften per kg anses som et mildere avgiftsalternativ.

I 2015 innførte Kina restriksjoner som utestengte fylkene Nordland, Troms og Sør-Trøndelag fra å eksportere laks til landet. Disse restriksjonene ble opphevet i juli 2018.

Ytterligere utfordringer i Kina oppstod i 2020 da norsk laks ble utpekt som en potensiell smittebærer av koronaviruset (Strømmen et. al. 2020).

Økonomiske forhold:

Regjeringen har satt Norges Banks inflasjonsmål til to prosent siden mars 2018.

Svingninger i valutakurs og i lakseprisen påvirker SalMars inntekter. Den norske kronen har styrket seg siden sitt laveste nivå i mars 2020 (Hartwig, 2021).

Med lavere styringsrente og NIBOR, kan det være gunstigere for SalMar og øvrige selskaper å ta opp lån, og mindre gunstig å sitte med kapital, sett fra avkastningsståsted. Derfor vil også potensielle investeringer kunne være betydelig, med tanke på den nåværende Covid-19-situasjonen. Likevel vil andre faktorer som nedgang i etterspørsel og medfølgende reduksjon i eksport, føre til at investeringer kanskje kan anses som unødvendige.

Lakseprisene og et krevende marked har vært en utfordring for SalMars salgsinntekter ifølge selskapets fjerde kvartalsrapport for 2020 (SalMar, 2020b).

Gjennomsnittlig laksepris for fjerde kvartal i 2020 var 43,69 kr, sammenlignet med 57,67 kr i samme periode i 2019.

Sosiokulturelle forhold:

Nordmenn spiser i gjennomsnitt åtte kilo laks per år, det høyeste gjennomsnittstallet per innbygger på verdensbasis (Tveit, 2008). Etterspørselen er regnet som høy i forhold til produksjonskapasiteten. Laksepris har også innvirkning på konsumet.

Oppdrettsnæringen har fått kritikk for dyrevelferden hos laks, mye grunnet utfordringer med lakselus (Trana og Steinum, 2016).

Teknologiske forhold:

Slik som for de fleste bransjer, derav også oppdrettsbransjen, er teknologisk utvikling med på å skape komparative fortrinn, og hvis disse fortrinnene ikke gradvis videreutvikles kan bedrifter miste forspranget. Derfor vil nye teknologiske løsninger på flere felt være av betydelig nødvendighet i en bransje med stadig flere føringer innenfor andre makroforhold for å effektivisere drift, mer miljøvennlig etc. Dette være seg om det er problemer tilknyttet lakselus, eller energi-besparing. Et element å trekke frem for SalMar sin favør er deres utvikling av Smart Fish Farm (SalMar, 2021). Dette kan møte behovet for effektivisering av drift, og tilsvarer hva andre aktører produseres i forhold til enten landbasert oppdrett, eller som i dette tilfellet, havbasert.

Her defineres havoppdrett som oppdrettsmerder plassert ute på «åpent hav», fremfor i fjordmunninger og andre egnede områder for enkelte frittstående merder. Havoppdrett vil

potensielt kunne være en utvikling som vil imøtekomme press fra miljø- og legaliseringskrefter som peker på at kystbasert oppdrett ikke bare kan virke skadelig for fauna og miljø for øvrig, men også oppleves som støy for beboere og ellers være i veien for normal ferdsel (Hvas, Folkedal og Oppedal, 2019).

SalMar har planer om å starte bygging av et nytt settefiskanlegg i mai 2021 og dette skal bli verdens største smoltanlegg (Kyst.no, 2021).

Trafikklyssystemet ble innført i 2017, et system for forutsigbar bærekraftig vekst i havbruksnæringen. Områder som får grønt lys kan øke produksjonen, mens de med rødt lys må redusere produksjonen/ta mer hensyn til miljøet.

Landbasert oppdrett er en utfordrer til det havbaserte. Produksjonsmetoder for landbasert oppdrett forbedres stadig, og nye potensielle konkurrenter kan dra nytte av fordeler ved å være nærmere store marked i framtiden (Berge, 2021a).

Miljøforhold:

Oppdrettsnæringen står ovenfor flere utfordringer knyttet til miljøet, og det jobbes stadig med å finne ut hvordan næringen kan løse miljøproblemene samtidig som produksjonsvolum økes. Blant disse er som nevnt lakselus, lakserømming og utslipp av CO₂.

Oppdrettslaks er ansett som en veldig effektiv matfisk, med høyt utbytte av vekt i forhold til mengde fôr nødvendig (Misund, 2021). Dette er å anse som et miljøvennlig fortrinn sammenlignet med andre animalske matkilder, som for eksempel storfe. Likevel vil andre faktorer tilknyttet fôret, isolert sett kunne argumenteres for at kan ha en negativ virkning. Slik som Hykkerud (2020) skriver, benyttes det soya fra Brasil til produksjon av fiskefôr og deler av denne soyaen kan ha blitt produsert på områder som tidligere var regnskog.

Misund (2021) skriver at norske havforskere har pekt på lakselus og lakserømming som de største miljøutfordringene for bransjen. Lakselus utgjør en trussel for utviklingen av villaks, der Mattilsynet passer på at oppdrettsbransjen jobber aktivt for å bekjempe denne utviklingen (Mattilsynet, 2016).

Lovmessige forhold:

Akvakulturloven har som mål å fremme norsk akvakulturs lønnsomhet og konkurransekraft (Akvakulturloven, 2005). Endringer i dette lovverket gjør at oppdrettsanleggene må tilpasse seg eventuelle lovmessige forhold i henhold til miljøkrav. Blant annet ved rømming av laks

kan SalMar bli pålagt å betale bøter grunnet brudd på Akvakulturloven (iLaks, 2018).

Covid-19:

På side 8 i kvartalsrapporten for 4.kvartal i 2020 (SalMar, 2021) kommenteres det at SalMar er godt rigget for å håndtere kriser som Covid-19, tross markedsusikkerheten krisen har medført. Noen ansatte ble smittet, men gode rutiner for smittevern førte til at denne smitten ikke spredte seg av betydning.

3.1.2 Porters fem konkurransekrefter

Michael Porters rammeverk beskriver fem konkurransekrefter for strategisk planlegging. Disse er trusler fra nye tilkomne til en industri, rivalisering fra eksisterende selskap i bransjen, trusselen om substitusjon fra utenfor bransjen og den respektive kraften til kjøpere og selgere. Porters rammeverk beskriver altså hvordan omgivelsene påvirker bedriften og trussel fra andre aktører.

Det er totalt seks selskaper som er notert på Oslo Børs med virksomhet innen havbruk og oppdrett i Norge. Disse er Austevoll Seafood ASA, Grieg Seafood ASA, Lerøy Seafood Group ASA, Mowi ASA, Norway Royal Salmon ASA og SalMar ASA.

Grunnet etablerte kapitalsterke bedrifter med mye makt, kan være vanskelig å etablere seg i markedet. Det kan altså regnes som høye etableringsbarrierer for å starte selskap innen lakseoppdrett. Dette innebærer behov for mye kapital for å etablere seg i markedet, og risiko for investorer. Nye selskaper må også få tillatelse fra staten til å drive oppdrett.

Som nevnt tidligere er det høy etterspørsel etter atlantisk laks i markedet (Engø, 2019), og ny teknologiutvikling må sannsynligvis til for å dekke økende etterspørsel. SalMars kostnader per kg laks ligger på 30 til 35 kroner, som er det laveste kostnadsnivået blant de norske aktørene i markedet (Fiskeridirektoratet, u.å.).

SalMar eier nesten alle ledd av produksjonsprosessen for oppdrettet selv, men står ikke for produksjon av fiskefôr. De er derfor avhengige av å kjøpe dette fra sin leverandør Skretting. Leverandøren vil ha relativt stor påvirkningskraft for kostnadene per kg laks produsert for SalMar. Det spekuleres i om prisene for fiskefôr vil øke i 2021 grunnet en økt etterspørsel etter råvarer som benyttes i produksjon av fôret (Berge, 2021c).

Siden alternative substitutter for laks er lett tilgjengelige i det norske markedet, vil potensielle

kunder av SalMars produkter være prissensitive, da kunder ofte velger produkt basert på pris. For SalMar er pris kundenes forhandlingskraft i Porters modell.

Landbasert oppdrett er i vekst, og 88 selskaper planlegger å slå seg opp i dette markedet i årene framover (Berge, 2021b). Et sentralt spørsmål her blir om denne typen oppdrett vil bli lønnsom nok for aktørene og om de vil kunne få kostnadene ned på et slikt nivå at de vil kunne konkurrere på pris.

3.2 Intern analyse

3.2.1 VRIO

VRIO benyttes for å analysere konkurransefortrinn for en bedrift, og er en forkortelse for Valuable, Rare, Imitable og Organized. Dette rammeverket for strategisk analyse ble skapt av Jay Barney (Barney, 1991).

Valuable sier noe om hvor verdifulle en bedrifts ressurser er. For SalMar vil dette innebære deres kompetanse gjennom mange år i oppdrettsbransjen, der selskapet ble stiftet i 1991. SalMar har også kontroll over hele oppdrettsprosess, fra produksjon av smolt og yngel i oppdrettsanlegg, til sløyning av fisken i slakteanlegget på Frøya. Et annet verdifullt fortrinn selskapet har, er at de har stordriftsfordeler som fører til at enhetskostnadene blir lavere. Rare er hvor sjeldne ressursene kan regnes som.

InnovaMar er SalMars slakteanlegg på 17 500 kvadratmeter, er ifølge SalMar et av verdens mest innovative og kostnadseffektive anlegg for bearbeiding av laks (SalMar, u.å. b).

Anlegget InnovaNor åpner sommeren 2021 i Senja, og vil også ha stor kapasitet. Dette anlegget har selskapet investert over 1 milliard kroner i (Soltveit, 2020). SalMar satser i tillegg på å bygge et anlegg for Smart Fish Farming (SFF) som vil ha en estimert pris på 2,3 milliarder kroner (Furuset, 2021), samt verdens største smoltanlegg basert i Trøndelag (Olsen, 2019). Langsiktige investeringer og innovasjon er altså viktige konkurransefortrinn for SalMar.

Imitable beskriver hvor imiterbare ressursene er. Som nevnt er selskapet godt etablert i det norske markedet, der etableringsbarrierene kan regnes som relativt høye. Flere av SalMars langsiktige investeringer kan også være vanskelig å imitere for andre mindre kapitalsterke selskaper.

Organized beskriver hvor godt en bedrift utnytter sine ressurser, og for SalMar innebærer

dette hvordan havområdene benyttes og selskapets posisjon i markedet. Anlegget på InnoMar er som nevnt en av SalMars viktigste ressurser for å produsere laks til lavest mulig pris.

3.3 SWOT

SWOT-analysen benyttes for å få en oversikt over styrker og svakheter for SalMar, og kan fungere som en oppsummering av den strategiske analysen.

SWOT står for Strengths, Weaknesses, Opportunities og Threats.

Strengths (styrker)

Styrker for selskapet er deres fokus på innovasjon, langsiktige investeringer, kontroll over produksjonskjeden fra start til slutt og lavere kostnader enn konkurrenter per kg laks produsert.

Weaknesses (svakheter)

Svakheter for SalMar er forekomsten av lakselus, at flere ressurser ikke er vanskelig å kopiere og at eksterne leverandører av fôr kan presse opp priser, som vil føre til høyere kostnader for lakseproduksjonen.

Opportunities (muligheter)

Muligheter for SalMar er vekst i befolkningen på verdensbasis og et økende behov for mat, ny innovasjon som kan for eksempel minske forekomsten av lakselus, og stordriftsfordeler for selskapet.

Threats (trusler)

Trusler for SalMar er utfordringer knyttet til hvordan lakseoppdrett skader miljøet og nye lover i forhold til dette. Politiske konflikter kan bremse eksporten, som da Kina innførte forbud mot import av norsk laks i 2010. Svingninger i lakseprisen påvirker også SalMars lønnsomhet.

4 Regnskapsanalyse

Vi skal her analysere regnskapet til SalMar ASA. Vi tar for oss tallene fra konsernregnskapet for årene 2015-2019, regner ut nøkkeltall og analyserer de. Formålet med analysen er å danne et bilde på SalMar ASA sin økonomiske situasjon. Analysen er delt opp i fire deler:

lønnsomhet, finansiering, soliditet og likviditet. Vi sammenligner tallene med gjennomsnittet av de samme tallene for de største konkurrentene. Konkurrentene som vi sammenligner med er Mowi ASA, Lerøy Seafood Group ASA, Grieg Seafood ASA og Norway Royal Salmon ASA. Teori rundt de ulike nøkkeltallene er hentet fra «Årsregnskapet» av John Christian Langli (2016). Regnskapstallene er hentet fra proff.no (u.å. a-e) hvor konsernregnskapet til SalMar ASA og de andre selskapene for de ulike årene, ligger tilgjengelig.

4.1 Lønnsomhet

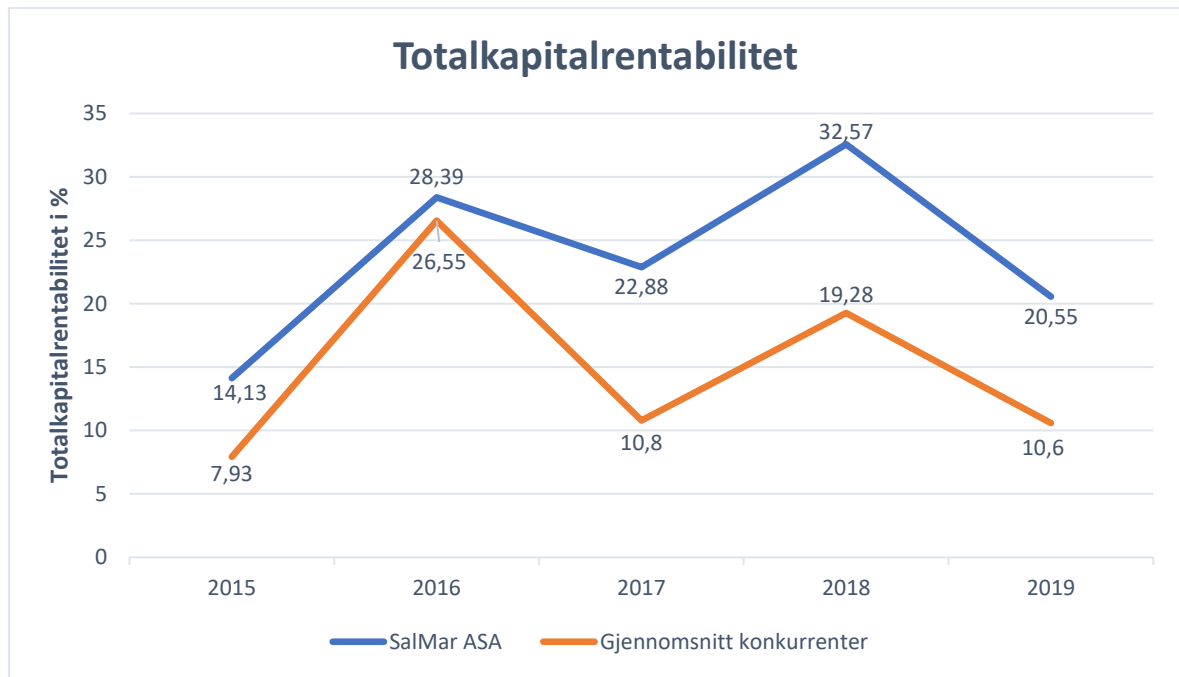
I en lønnsomhetsanalyse ser man på hvor lønnsom bedriften er. Om en bedrift er lønnsom eller ikke avhenger av om bedriften klarer å gå med overskudd. Inntektene må være større enn kostnadene. Vi undersøker evnen selskapet har til å tjene penger, gitt ressursene de har. I analysen bruker vi regnskapstall fra 2015-2019, og regner ut nøkkeltallene:

Totalkapitalrentabilitet, egenkapitalrentabilitet og driftsmargin.

4.1.1 Totalkapitalrentabilitet

Vi ser først på totalkapitalrentabiliteten. Totalkapitalrentabiliteten sier mye om lønnsomheten til et selskap. Den sier hva avkastningen på den samlede kapitalen i bedriften, uavhengig om den kommer fra egenkapital eller gjeld. Formelen for totalkapital er gitt ved:

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{(\text{Ordinært resultat før skatt} + \text{finanskostnader}) * 100\%}{\text{Gjennomsnittlig totalkapital}}$$



Figur 3: Historisk utvikling av totalkapitalrentabiliteten

Som man ser i Figur 3 har SalMar ASA en varierende utvikling på totalkapitalrentabiliteten. De har en totalkapitalrentabilitet som er stabilt godt over 10%, som vil sies å være bra, da gjennomsnittet i norsk næringsliv de siste årene har lugget mellom 5-10%. Sammenlignet med konkurrentene så følger SalMar trenden, men ligger litt over alle årene, som er positivt.

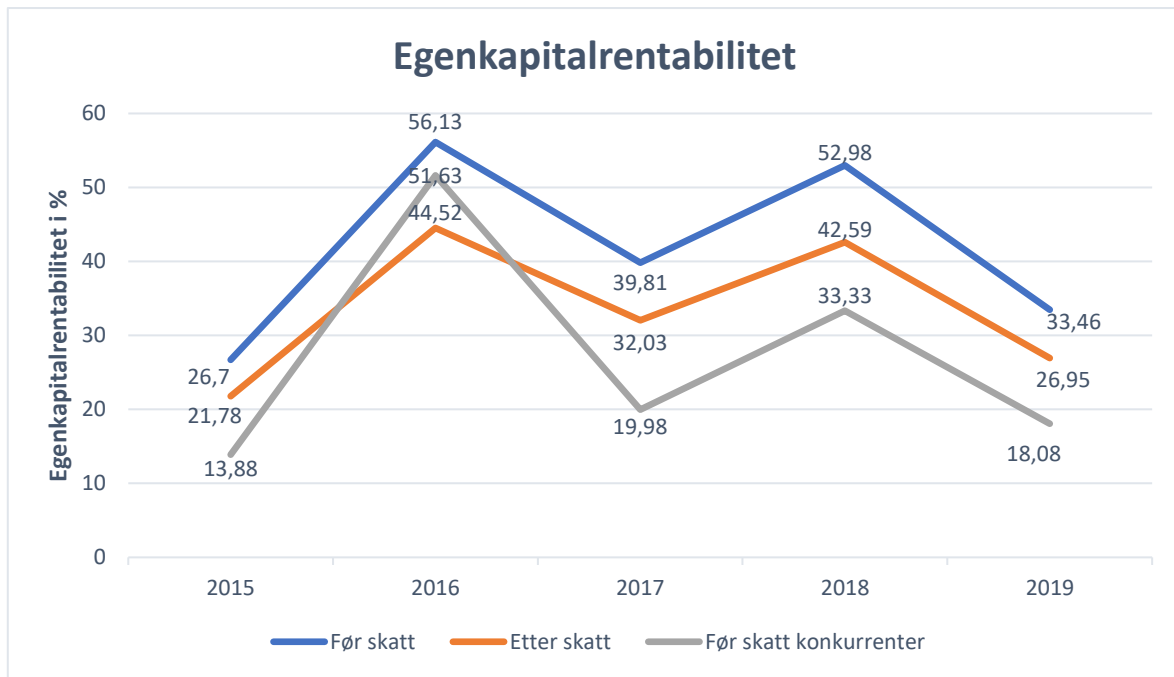
4.1.2 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten er avkastningen på egenkapitalen, altså kapitalen som eierne har investert. Siden eierne sitter med en del risiko ved å investere i bedriften, bør den forventede avkastningen være tilsvarende høy, og da høyere enn totalkapitalrentabiliteten.

Egenkapitalrentabiliteten kan regnes ut både før og etter skatt.

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

$$\text{Egenkapitalrentabiliteten etter skatt} = \frac{\text{Ordinært resultat} * 100\%}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$



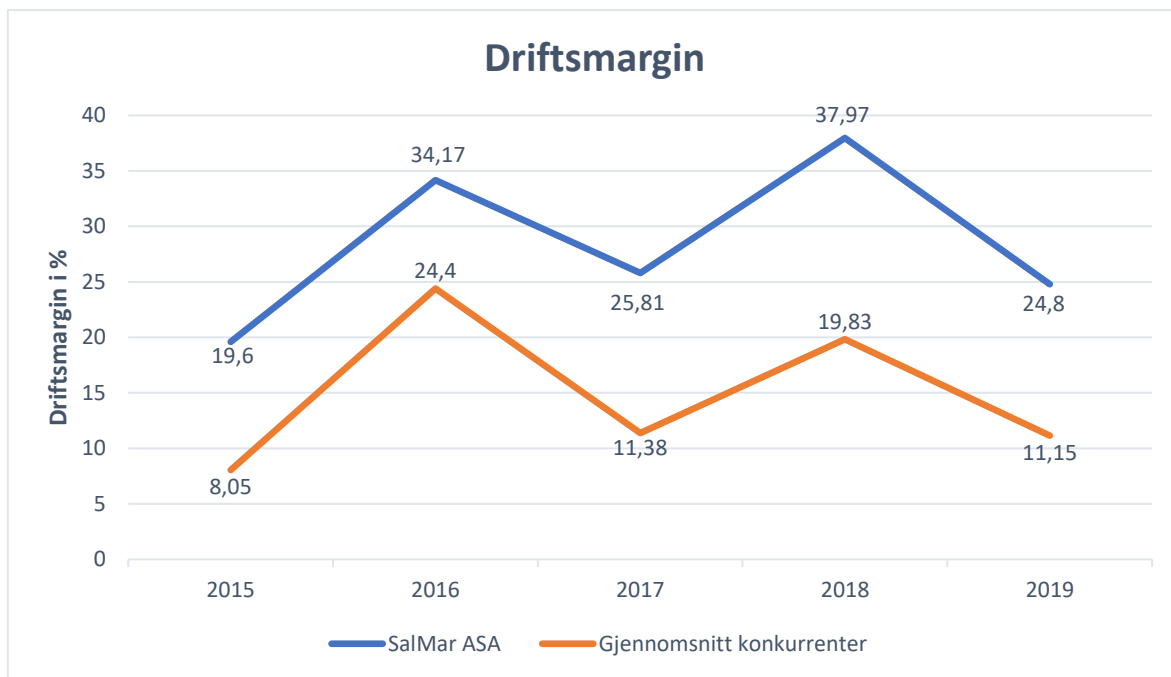
Figur 4: Historisk utvikling av egenkapitalrentabiliteten

Man ser av Figur 4 at egenkapitalrentabiliteten til SalMar ASA har vært god de siste årene. Den har omtrent samme kurve som totalkapitalrentabiliteten, bare med høyere verdier. For konkurrentene har vi kun regnet på egenkapitalrentabilitet før skatt. Sammenligner man SalMar med gjennomsnittet av konkurrentene, ser man at utviklingen følges tett. SalMar ligger godt over gjennomsnittet alle årene, som viser at de får mer igjen for egenkapitalen enn konkurrentene.

4.1.3 Driftsmargin

Driftsmarginen sier noe om hvor lønnsom driften i bedriften er. Den gir et uttrykk i prosent av driftsresultatet over driftsinntekter. En høy driftsmargin sier at bedriften tjener mye per omsatte krone. Den gir et overordnet bilde på hvor lønnsom bedriften er.

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



Figur 5: Historisk utvikling av driftsmarginen

Vi ser at driftsmarginen varierer fra år til år, men ligger på et godt nivå jevnt over. Driftsmarginen for SalMar ASA avhenger veldig av lakseprisen. Vi ser her samme trend som ved de andre lønnsomhetstallene. Driftsmarginen til SalMar korrelerer mye med driftsmarginen til konkurrenter, men ligger generelt på et høyere nivå. SalMar har opprettholdt et høyere lønnsomhetsnivå enn gjennomsnittet til de største konkurrentene.

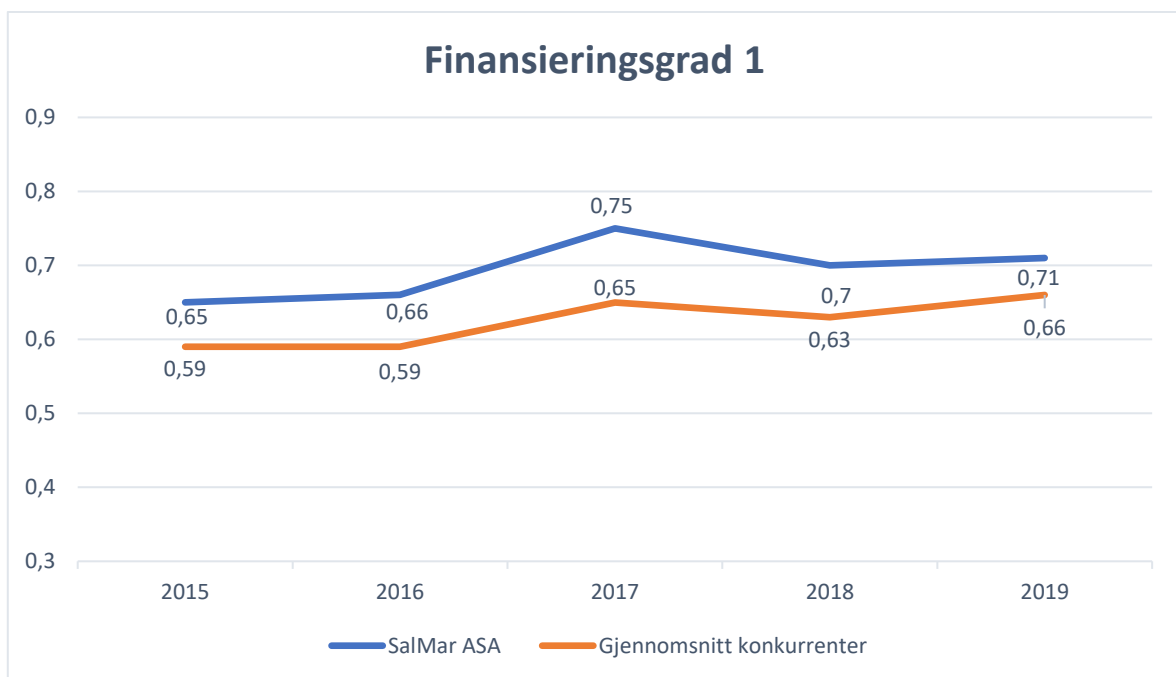
4.2 Finansiering og soliditet

I finansieringsanalysen ser vi på hvordan SalMar ASA skaffer kapital på og hvordan de bruker kapitalen. Det som avgjør her, er om hvorvidt eiendelene er finansiert langsiktig eller kortsiktig. Soliditet er tett knyttet opp mot finansiering. Soliditet sier noe om hvor godt rustet selskapet er til å tåle tap. Den går på evnen selskapet har til å tåle tap og innfri langsiktige forpliktelser. Soliditeten avgjøres mye av hvor mye av eiendelene som er finansiert av egenkapital. Nøkkeltallene vi ser på her er: Finansieringsgrad 1, Arbeidskapital, Egenkapitalandel og Gjeldsgrad.

4.2.1 Finansieringsgrad 1

I Finansieringsgrad 1 ser vi på anleggsmidlene, og i hvilken grad de er finansiert langsiktig. Anleggsmidlene er ofte tenkt for langsiktig eie, og bør derfor være finansiert med langsiktig kapital, altså med langsiktig lån og egenkapital. Finansieringsgrad 1 bør være under 1. Er den over 1 har anleggsmidlene større verdi enn den langsiktige kapitalen, som vil si at en del av anleggsmidlene er finansiert med kortsiktig gjeld. Det bør man unngå.

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



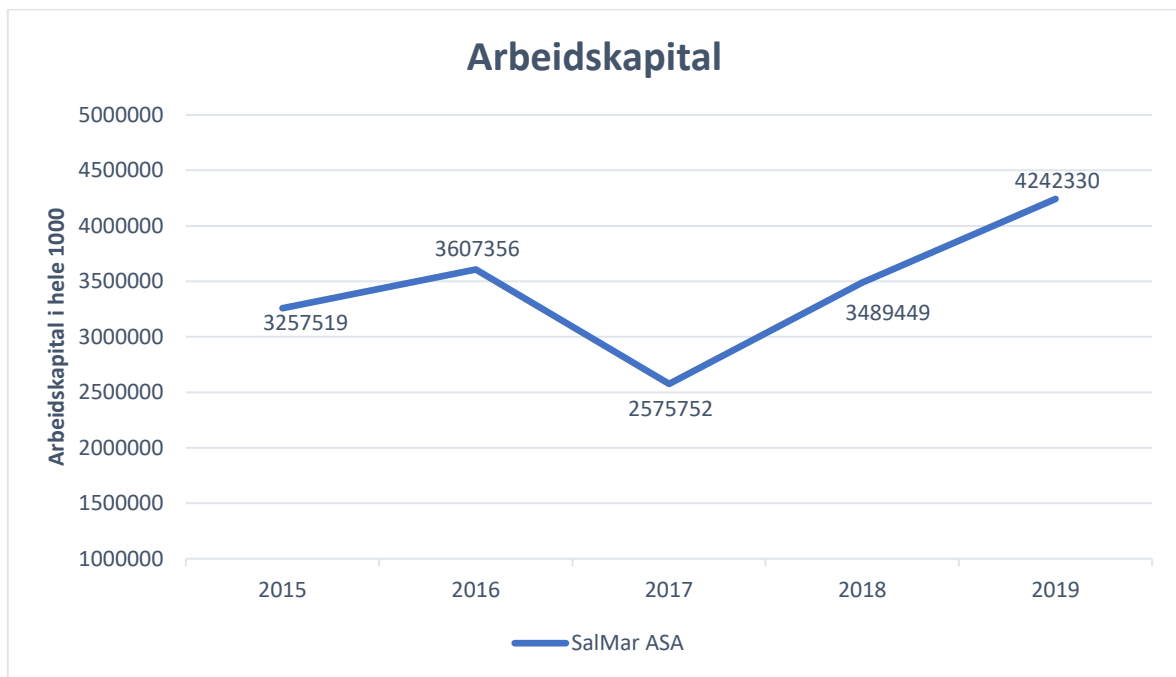
Figur 6: Historisk utvikling av Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 ligger under 1 alle årene for SalMar ASA. Det vil si de har en sunn finansiering av anleggsmidlene. Grafen er ganske jevn over de fem årene. Konkurrentene har samme trend på Finansieringsgrad 1 som SalMar, men ligger jevnt over litt under SalMar. Det vil si at konkurrentene har i snitt mer av omløpsmidlene finansiert av langsiktig kapital. Her ligger SalMar på et dårligere nivå enn konkurrentene, men fortsatt på et akseptabelt nivå.

4.2.2 Arbeidskapital

Arbeidskapitalen er differansen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Den viser hvor mye av omløpsmidlene som er finansiert med langsiktig kapital. Er den negativ har bedriften høyere kortsiktig gjeld enn omløpsmidler, som vil si at de ikke er spesielt godt rustet til å betale kortsiktige forpliktelser, og en del av anleggsmidlene er kortsiktig finansiert. En positiv arbeidskapital betyr at en del av omløpsmidlene er finansiert av langsiktig gjeld og/eller egenkapital. Det er et positivt tegn, da de er godt rustet til å betale ned den kortsiktige gjelden.

$$\text{Arbeidskapital} = \text{Omløpsmidler} - \text{Kortsiktig gjeld}$$



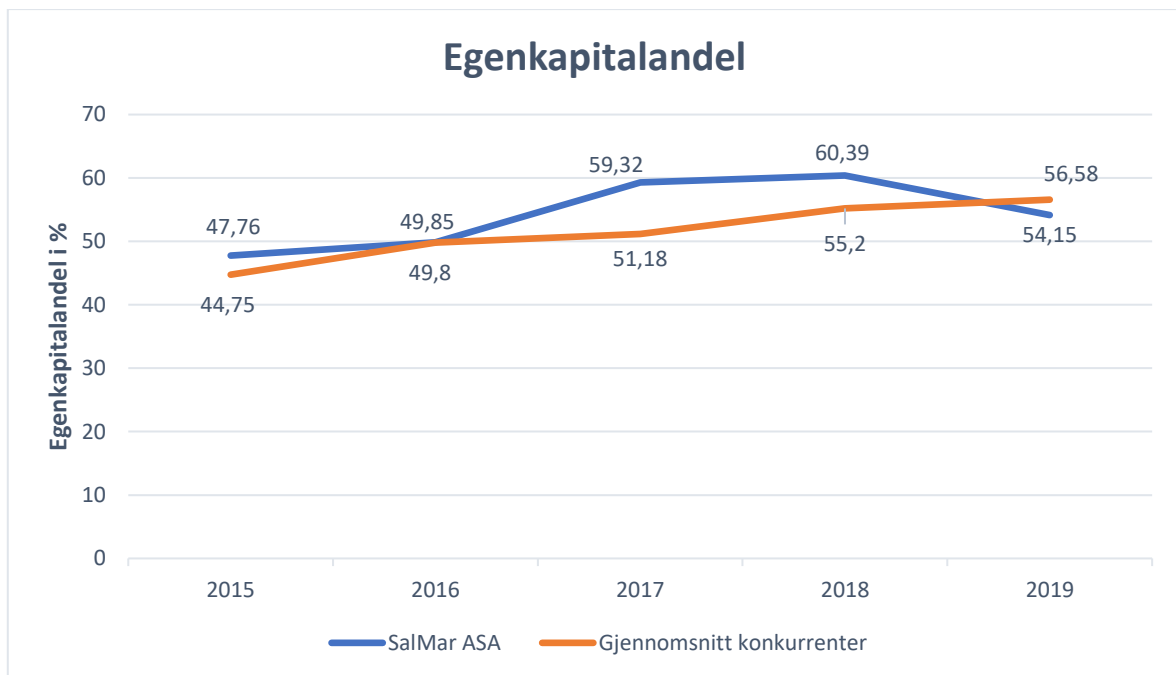
Figur 7: Historisk utvikling av arbeidskapitalen

Vi ser av Figur 7 at SalMar ASA har hatt en positiv arbeidskapital alle fem årene. De siste årene har de hatt en stigende trend. Dette er positivt for SalMar.

4.2.3 Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen viser hvor mye av eiendelene som er finansiert med egenkapital. En høyere egenkapitalandel tilsier en bedre soliditet hos selskapet.

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



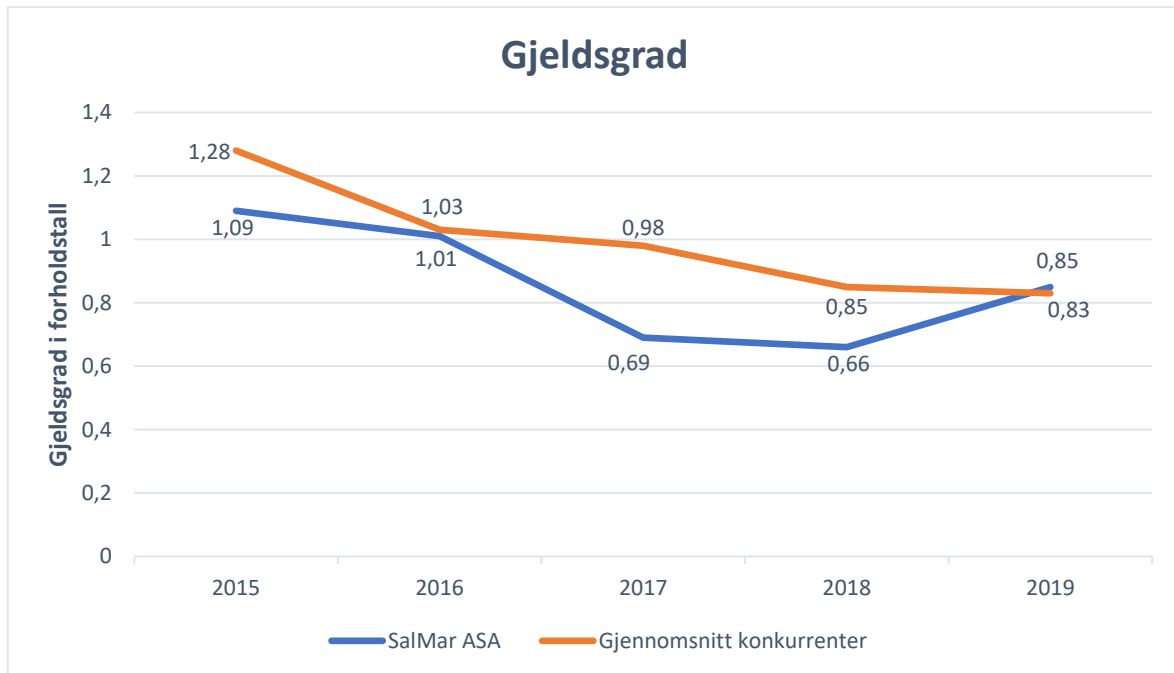
Figur 8: Historisk utvikling av egenkapitalandelen

Vi ser i Figur 8 at de tre siste årene har SalMar ASA hatt en egenkapitalandel på over 50%, mens de lå rett under 50% de to årene før det. Ifølge Dahl (u.å.) bør egenkapitalandelen være på minst 30%. Egenkapitalandelen til SalMar er dermed godt innafør. Sammenlignet med konkurrentene, ligger SalMar på omtrent samme nivå, noe som er akseptabelt.

4.2.4 Gjeldsgrad

Gjeldsgraden viser hvor mye av eiendelene som er finansiert av gjeld i forhold til egenkapital. Gjeldsgraden vil være invers av egenkapitalandelen. En lav gjeldsgrad viser god soliditet. Er gjeldsgraden 1 vil finansieringen være 50/50 gjeld og egenkapital.

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



Figur 9: Historisk utvikling av gjeldsgraden

Vi ser i Figur 9 at gjeldsgraden beveger seg motsatt av egenkapitalandelen. Man ser at utviklingen har vært stabilt positiv, men har utviklet seg negativt det siste året, men er fortsatt godt innafor akseptabelt nivå. Utviklingen til konkurrentene har gått litt andre veien. Selv om SalMar er på omtrent samme nivå som konkurrentene, et nivå som er akseptabelt, bør de være litt påpasselige og prøve å snu den negative trenden.

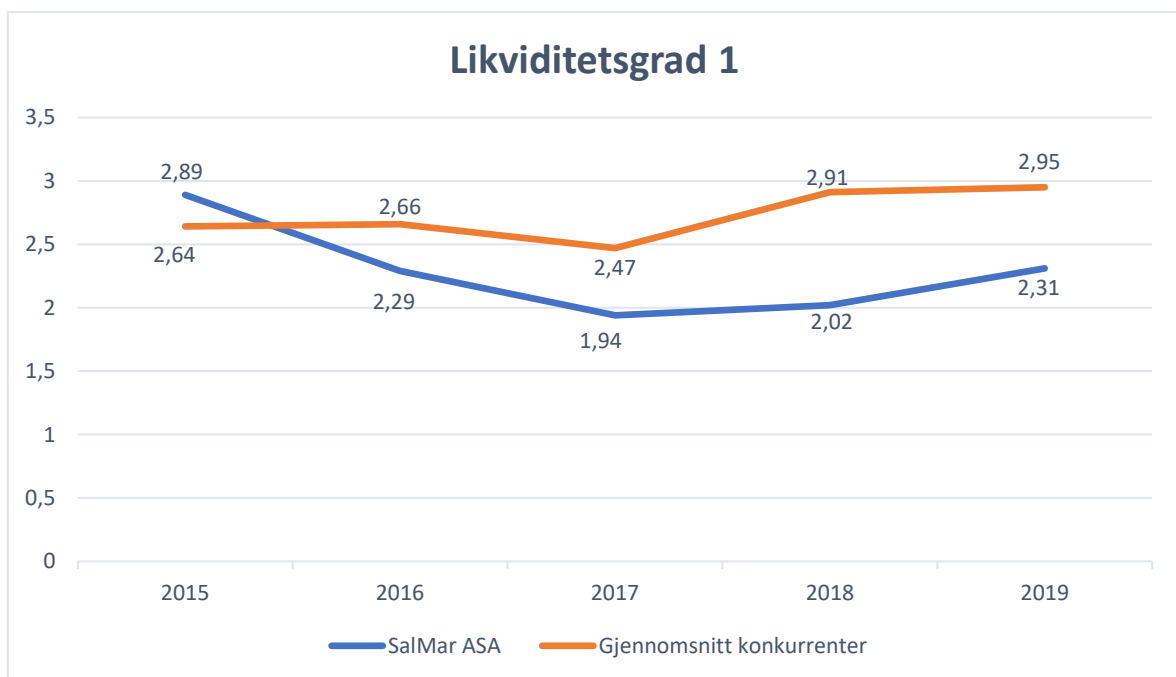
4.3 Likviditet

Likviditet handler om betalingsevne. Å ha god likviditet betyr at man har tilstrekkelig med lettomsettelige midler til å betale forpliktelser, spesielt kortsiktige. Det er viktig med god likviditet for at bedriften skal kunne evne å betale fremtidige utgifter, både forutsette og uforutsette utgifter. I motsetning til soliditet, fokuserer likviditeten på betalingsevnen på kort sikt, mens soliditet er mer på lang sikt. I likviditetsanalysen for SalMar ASA ser vi på nøkkeltallene Likviditetsgrad 1 og Likviditetsgrad 2.

4.3.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 er forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Den viser hvor mye av omløpsmidlene som er finansiert med kortsiktig gjeld. En høyere grad tilsier at bedriften har bedre betalingsevne ovenfor de kortsiktige betalingsforpliktelsene.

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



Figur 10: Historisk utvikling av Likviditetsgrad 1

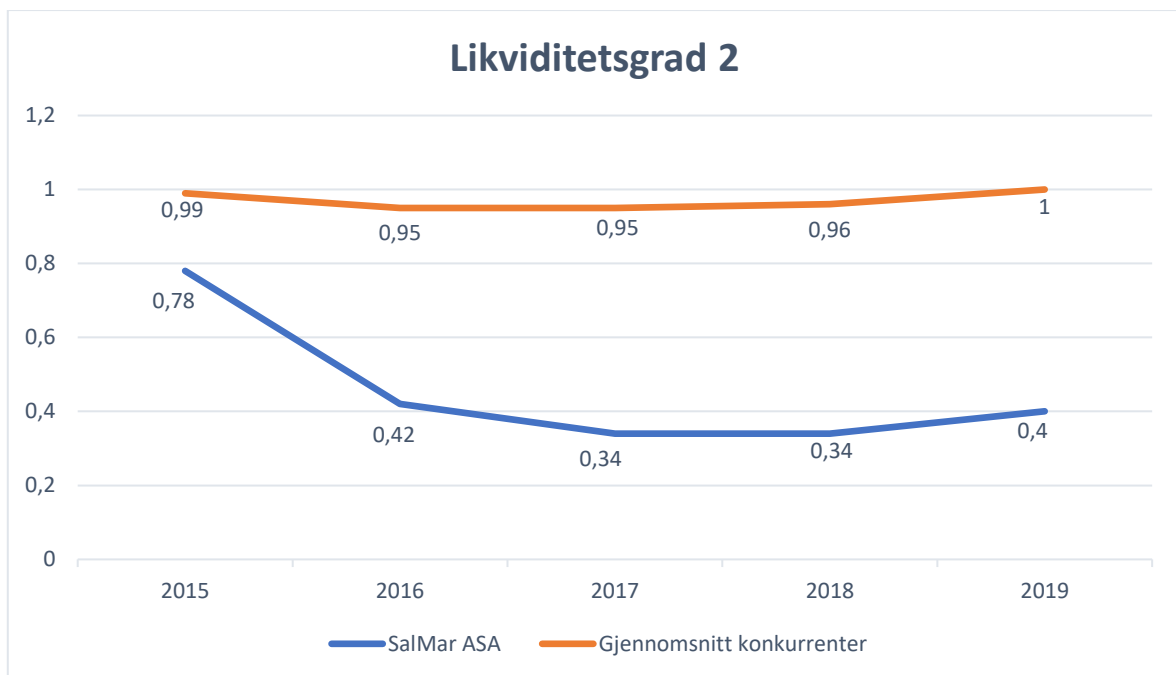
Det er ikke et fasitsvar på hva Likviditetsgrad 1 bør ligge på, men en norm er at den bør være over 2. Da er over halvparten av omløpsmidlene finansiert langsiktig. Ser vi på Figur 10, ser vi at SalMar ASA ligger rundt 2 alle årene, som vil sies å være akseptabelt. Sammenlignet

med konkurrentene ser vi at SalMar ligger litt under gjennomsnittet, som vil si at likviditeten til SalMar er dårligere enn de største konkurrentene, og er et område med forbedringspotensial.

4.3.2 Likviditetsgrad 2

I Likviditetsgrad 2 har vi ikke med varelager i utregningen, fordi varelager er et lite likvid middel. Resten av utregningen er samme som i Likviditetsgrad 1. Vi tar altså kun med de mest likvide omløpsmidlene.

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Omløpsmidler} - \text{Varelager}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$



Figur 11: Historisk utvikling av Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 bør ligge over 1. Da er de mest likvide omløpsmidlene minst like stor som kortsiktig gjeld. Ser man på Figur 11, så ser man at SalMar ASA har lugg et godt stykke under det i de siste årene. Trenden er også negativ. Det viser seg at SalMar har store deler av omløpsmidlene sine i varelager, som gjør at de er dårlig rustet til å betale kortsiktige betalingsforpliktelser. Dette er ikke positivt for SalMar, og viser at de innehar en del risiko. Sammenlignet med de største konkurrentene, ser man at SalMar ligger et godt stykke under. Konkurrentene ligger på rundt 1 alle årene. Dette er et område SalMar burde ta tak i og

forbedre for å komme seg opp på samme likviditetsnivå som konkurrentene. Likviditetsgrad 2 er ikke det mest kritiske nøkkeltallet, da varelageret til oppdrettsselskaper hovedsakelig består av biologiske eiendeler og er veldig essensielt for driften og likviditeten til selskapet. Det at Likviditetsgrad 2 er under 1 er derfor ikke det nødvendigvis dårlig, men siden SalMar ligger såpass langt under gjennomsnittet til konkurrentene, mener vi at det er grunn til bekymring.

4.4 Oppsummering regnskapsanalyse

Regnskapsanalysen viser at SalMar ASA har god lønnsomhet. De har en total kapitalrentabilitet på over akseptabelt nivå, og på et høyere nivå enn konkurrentene. Det samme gjelder egenkapitalrentabiliteten. Driftsmarginen viser også at SalMar tjener mye per omsatte krone, en del høyere enn konkurrentene, så vi kan si at overordnet så har de god lønnsomhet. Når det gjelder finansiering og soliditet, så er trenden ganske lik her. Mye av anleggsmidlene er finansiert langsiktig, som Finansierungsgrad 1 viser. Men selv om de ligger på et bra nivå, så ligger de på et dårligere nivå enn konkurrentene. SalMar har en egenkapitalandel på rundt 50%, noe som tilsier en god soliditet hos selskapet. Når det gjelder likviditet, så er det et område SalMar bør rette fokus på fremover. De viser generelt dårligere likviditet enn konkurrentene, og de har absolutt et forbedringspotensial her.

5 Avkastningskrav

Avkastningskravet er avkastningen som eierne krever for å tilby sin kapital.

Avkastningskravet avhenger mye av risiko. Jo høyere risiko, jo høyere er avkastningskravet for investorene. Avkastningskravet tilsvarer den avkastningen investorene kan få i et alternativt prosjekt med samme risiko. Man ser ofte på volatiliteten til selskapet for å finne risikoen. Volatiliteten sier noe om hvor stor variasjon selskapet har i avkastningen. For selskapet vil avkastningskravet være kapitalkostnaden. Det er mange ulike metoder å regne ut avkastningskravet. Her skal vi se på Capital Asset Pricing Model (CAPM) for å finne avkastningen til egenkapitalen. Så skal vi bruke Weighted Average Cost of Capital (WACC) for å finne avkastningen til total kapitalen, altså gjelden og egenkapitalen samlet (Hayes, 2021).

5.1 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er den meravkastningen investorer forventer ved å ta på seg risiko. Det er altså avkastningen man forventer i markedet utover den risikofrie renta. Hvert år gjennomfører PWC en undersøkelse i samarbeid med Norske Finansanalytikerers Forening (NFF) for å finne markedets risikopremie i Norge. Risikopremien har vært stabil i de årene PWC har gjennomført undersøkelsen. Undersøkelsen kommer frem til at markedets risikopremie i Norge ligger på 5%, og vi bruker derfor det videre i oppgaven (PWC, 2020).

5.2 Risikofri rente

Risikofri rente er avkastningen man forventer på helt sikre investeringer. I undersøkelsen til PWC svarer 42% at 10-årig statsobligasjon bør benyttes som mål på den risikofrie renta i det norske markedet (PWC, 2020). På grunn av Covid-19 sin påvirkning på økonomien, er styringsrenten i Norge på 0% (per 19.02.2020). 10-årig statsobligasjoner korrelerer mye med styringsrenten, og er derfor tilsvarende ganske lav. Gjennomsnittet for renten på 10-årig statsobligasjoner var i 2020 på 0,82%. Med vaksineringsen i gang, og med en forventning om at den økonomiske situasjonen stabiliserer seg, forventes det en økning av styringsrenten i starten av 2022 eller allerede i slutten av 2021, ifølge «Pengepolitisk rapport for fjerde kvartal 2020». Det er en raskere renteoppgang enn anslått i forrige rapport (Norges Bank, 2020). På bakgrunn av det har renten på 10-årig statsobligasjoner økt, og vi velger å ikke bruke gjennomsnittet for 2020 på 0,82%, men renten på 10-årig statsobligasjon per 19.02.2021, som er på 1,32% (Norges Bank, 2021). Vi bruker derfor 1,32% som risikofri rente i vår oppgave

5.3 Aksjebeta

Beta gir oss et bilde på den systematiske risikoen til aksjen. Den sier noe om hvor mye aksjen svinger i forhold til markedet. Den kan gi et bilde på volatiliteten, men volatiliteten inneholder også usystematisk risiko. Dersom beta er 1, har aksjens kurs lik systematisk risiko som markedets kurs. Og er beta 0, er det ingen korrelasjon av den systematiske risikoen. Har aksjen beta på høyere enn 1, vil den ha større systematisk risiko enn markedet, og det forventes da tilsvarende høyere avkastning (Investikon, 2018).

Formelen for beta er:

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

Det er altså kovariansen mellom aksjen og markedet, dividert på variansen til markedet. Her bruker vi markedsindeksen til Oslo Børs (OSEBX) til å representere markedet. Vi har hentet ut data for kursen til OSEBX og SalMar ASA fra 01.01.2011 til 31.12.2020, og plottet inn i et Excel-ark.

Kovarians SalMar ASA og OSEBX	0,0000971421
Varians OSEBX	0,00013188
Beta SalMar ASA	0,736594672

Tabell 3: Beta

Her kommer vi frem til en beta for SalMar på 0,7366. Beta kan ofte være et usikkert mål på risikoen. Hvilken indeks man bruker har også noe å si. Vi har brukt OSEBX, men den har sine svakheter da den har mange oljeselskap, og varierer mye med oljeprisen. Beta har også sine svakheter ved at den ikke tar høyde for tilfeldige variasjoner, og ikke nødvendigvis gir et helhetlig bilde på hvordan aksjen korrelerer med markedet. Ifølge Marshall E. Blume har alle aksjebetaer en tendens til å konvergere mot 1 over tid, da selskaper vokser og blir mer diversifisert. Det kan derfor være lurt å bruke en justert beta som da tar hensyn til fremtiden og ikke bare historisk data (Corporate Finance Institute, 2021). Bruker man estimatet til Bloomberg blir formelen for justert beta:

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

Setter man inn tallet for ujustert beta til SalMar ASA på 0,7366 får man en justert beta på 0,8244. Aksjebetaen til SalMar ASA som vi bruker videre i oppgaven blir dermed 0,8244.

5.4 CAPM

Capital Asset Pricing Model (heretter kalt CAPM) er en modell som er brukt for å beregne avkastningskravet til egenkapitalen. Den beskriver forholdet mellom systematisk risiko og forventet avkastning (Kenton, 2021). For å finne avkastningskravet til egenkapitalen bruker man risikofri rente og legger til den meravkastningen man får ved å ta på seg risiko, ganget med aksjens beta. Formelen blir da:

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

Der

$R_e =$ Forventet avkastning

$R_f =$ Risikofri rente

$\beta =$ Aksjens beta

$R_m =$ Markedets avkastning

$(R_m - R_f) =$ Markedets risikopremie

Vi har tidligere kommet frem til verdien på alle variablene man trenger. Setter man de inn i formelen får man:

$$R_e = 1,32\% + 0,8244 * 5\% = 5,442 \%$$

Forventet avkastning på egenkapitalen for SalMar ASA blir i vår oppgave lik 5,442%.

5.5 Egenkapitalandel og gjeldsandel

For å finne den totale verdien til SalMar ASA, bruker vi Enterprise Value. Formelen for Enterprise Value er:

$$EV = Market Capitalization + Total Debt$$

Markedsverdien til SalMar ASA per 31.12.2020 var på 57 057 879 496 NOK (Oslo Børs, u.å.). Netto rentebærende gjeld var på 4 892 600 000 NOK per 31.12.2020 (SalMar, 2021). Enterprise Value, som er markedsverdien pluss netto rentebærende gjeld, blir da:

$$EV = 57\,057\,879\,496 + 4\,892\,600\,000 = 61\,950\,479\,496 \text{ NOK}$$

Vekting av egenkapital: $\frac{57\,057\,879\,496}{61\,950\,479\,496} = 92,1 \%$

$$\text{Vekting av gjeld: } \frac{4\,892\,600\,000}{61\,950\,479\,496} = 7,9\%$$

Egenkapitalandelen blir dermed på 92,1%, og gjeldsandelen på 7,9%.

5.6 Gjeldsrente

Ved utregning av gjeldsrenten tar vi den netto rentekostnaden for hvert år, fem år tilbake i tid, og ser på den i forhold til den rentebærende gjelden. Data er hentet fra årsrapporten i årene 2016-2019, samt fjerde kvartalsrapport 2020 for SalMar. Så kommer vi frem til en gjennomsnittlig lånerente for de fem årene.

År	2020	2019	2018	2017	2016
Rentebærende gjeld	6 049 800	3 762 714	1 767 304	1 399 631	2 638 170
Netto rentekostnad	139 600	157 725	105 137	95 852	101 314
Gjennomsnittlig årlig lånerente	2,31 %	4,19 %	5,95 %	6,85 %	3,84 %
Gjennomsnittlig lånerente	4,63 %				

Tabell 4: Gjennomsnittlig lånerente

I Tabell 4 ser vi at gjennomsnittlig lånerente fra 2016 til 2020 er på 4,63%. Man ser at lånerenten var veldig lav i 2020 i forhold til tidligere år. Det har sammenheng med at styringsrenten er satt til 0% på grunn av den pågående koronakrisen. Det er usikkerhet rundt når styringsrenten vil komme seg opp igjen. Noen tror det kan skje i år, mens andre tror det kommer neste år. Det vi tror er at renten kommer til å stige jevnt i årene fremover, i samsvar med at økonomien henter seg raskt inn igjen. Det er som sagt stor usikkerhet rundt dette, men vi velger å bruke den gjennomsnittlige lånerenten for de siste fem årene i vår oppgave. Gjeldsrenten for SalMar i vår oppgave blir dermed 4,64%.

5.7 WACC

WACC (Weighted Average Cost of Capital) er avkastningskravet til totalkapitalen. Formelen for WACC er:

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

Der:

$R_e = \text{Egenkapitalkostnad}$

$R_g = \text{Gjeldskostnad}$

$E = \text{Markedsverdi egenkapital}$

$G = \text{Markedsverdi gjeld}$

$s = \text{Skattesats selskapsskatt}$

Vi har regnet ut alle elementene, og trenger bare å sette de inn i formelen. Selskapsskatten i Norge er på 22%.

$$WACC = (5,442\% * 92,1\%) + (4,64\% * (1 - 0,22) * 7,9\%) = 5,30\%$$

Avkastningskravet til SalMar ASA som vi bruker videre i oppgaven blir dermed 5,30%.

6 Prognose av fremtidige kontantstrømmer

I denne delen skal vi lage en prognose av de fremtidige kontantstrømmene for SalMar. Vi estimerer kontantstrømmen for de neste fem årene, før vi i neste kapittel diskonterer kontantstrømmene med avkastningskravet for å verdsette SalMar ASA gjennom DCF-metoden (Discounted Cash Flow). Vi skal her altså i dette kapittelet komme frem til et estimat på fri kontantstrøm for de neste fem årene, samt finne en terminalverdi (horisontverdien) ved bruk av Gordons formel. Prognostisering av fremtidige kontantstrømmer er viktig for å finne ut av den finansielle situasjonen for selskapet. I denne oppgaven lager vi prognoser basert på tidligere resultatregnskap. Vi ser det på et overordnet nivå, altså bruker en top-down tilnærming. En top-down tilnærming vil si at man ser på store faktorer som påvirker selskapet nå og i fremtiden. (Thomas og Gup, 2010). Hovedfokuset i prognostiseringen vil ligge på inntekts- og kostnadsutviklingen. For SalMar er det lakseprisen og slaktevolum som er de viktigste faktorene.

En faktor som spiller inn, og gjør at historisk data ikke nødvendigvis gir et godt bilde på fremtiden, er situasjonen med Covid-19. Selv om det per dags dato kan se ut som vi er bedringens vei, er det stor usikkerhet knyttet til ettereffekter og hvor store konsekvenser koronakrisen har for fremtiden. Det vil derfor være knyttet usikkerhet til fremtidige kontantstrømmene for SalMar, og vi må ta hensyn til det i vår analyse.

Historisk data er hentet fra regnskapet i årsrapporten til SalMar for årene 2016-2019, og for 2020 er data hentet fra fjerde kvartalsrapport 2020, da Årsrapport for 2020 ikke er kommet ut (per 20.04.2021).

6.1 Driftsinntekter

For SalMar ASA er det slaktevolum og lakseprisen som hovedsakelig driver driftsinntektene.

År	2016	2017	2018	2019	2020
Laksepris	63,13	60,88	60,76	59,15	55,48
Slaktevolum	115 600 000	135 200 000	142 500 000	153 100 000	161 500 000
Pris * Volum	7 297 828 000	8 230 976 000	8 658 300 000	9 055 865 000	8 960 020 000
Driftsinntekt	9 029 814 000	10 817 238 000	11 342 554 000	12 237 589 000	12 912 300 000

Tabell 5: Driftsinntekt

I Tabell 5 over ser vi hvordan driftsinntektene sammenhenger med laksepris multiplisert med slaktevolum. Man ser at store deler av driftsinntektene kommer fra laksesalget.

År	2017	2018	2019	2020
Endring slaktevolum	16,96 %	5,40 %	7,44 %	5,49 %
Snitt endring slaktevolum	8,82 %			

Tabell 6: Endring slaktevolum

Man ser at økningen i slaktevolum har et snitt på 8,82%. Det er ganske høyt, og skyldes i stor grad den store økningen fra 2016 til 2017. Den store økningen skyldes i hovedsak en bedring i den biologiske situasjonen, gjennom effekter av en målrettet satsing for å håndtere situasjonen med lakselus. SalMar sier i kvartalsrapporten for Q4 2020 at de forventer et slaktevolum på 177 000 000 i 2021, som vil tilsi en økning på 9,60% fra 2020 (SalMar, 2021). Som nevnt i markedsanalysen forventes det en vekst i tilbudet av laks på 3% årlig fremover, som vi tror vil være lavere enn etterspørselsøkningen. Vi tror SalMar vil utnytte etterspørselsveksten med et økende slaktevolum, men med tanke på begrensede vekstmuligheter satt av myndighetene langs kysten, samt usikkerhet rundt pandemien, tror vi ikke veksten i slaktevolum vil bli på

hele 9,60%. Basert på det og de siste års vekst, setter vi årlig vekst i slaktevolum for de neste fem årene til 6%.

År	2021	2022	2023	2024	2025
Forward priser laks	56,00	58,00	58,50	59,00	59,00

Tabell 7: Fremtidig forventet laksepris (Fish Pool, 2021)

I Tabell 7 ser vi fremtidig forventet laksepris. Data er hentet fra Fish Pool sine predikerte laksepriser (Fish Pool, 2021).

År	2016	2017	2018	2019	2020
Laksesalg % av driftsinntekt	80,82 %	76,09 %	76,33 %	74,00 %	69,39 %
Gjennomsnitt	75,33 %				

Tabell 8: Laksesalg i prosent av driftsinntekt

Vi ser at laksepris multiplisert med slaktevolum, i gjennomsnitt utgjør 75% av driftsinntektene. Vi bruker det estimatet når vi estimerer fremtidige driftsinntekter.

År	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Laksepris	55,48	56	58	58,5	59	59
Slaktevolum	161 500 000	171 190 000	181 461 400	192 349 084	203 890 029	216 123 431
Pris * Volum	8 960 020 000	9 586 640 000	10 524 761 200	11 252 421 414	12 029 511 713	12 751 282 416
Driftsinntekt	12 912 300 000	12 782 186 667	14 033 014 933	15 003 228 552	16 039 348 951	17 001 709 888
Vekst driftsinntekt		-1,01 %	9,79 %	6,91 %	6,91 %	6,00 %
Gj.snitt vekst	5,72 %					

Tabell 9: Prognose av driftsinntekt

I Tabell 9 over er vår prognose av kontantstrømmen fra driftsinntekt de neste fem årene. Man ser at det er en årlig gjennomsnittlig vekst på 5,72%.

6.2 Kostnadsutvikling

Vi skal her se på kostnadene for SalMar ASA. I vårt estimat velger vi å se på kostnadene som en andel av driftsinntektene, da de har en høy korrelasjon. Kostnadene vi skal se på her er varekostnad, lønnskostnad og andre driftskostnader.

6.2.1 Varekostnad

Vi beregner fremtidig varekostnad som en andel av driftsinntektene, da de har en sterk korrelasjon.

År	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekt	9 029 814 000	10 817 238 000	11 342 554 000	12 237 589 000	12 912 300 000
Varekostnad	4 396 689 000	4 722 474 000	4 585 491 000	5 770 027 000	5 870 600 000
Andel	48,69 %	43,66 %	40,43 %	47,15 %	45,47 %
Gjennomsnittlig andel	45,08 %				
Korrelasjon	0,87373				

Tabell 10: Varekostnad

Vi ser i Tabell 10 at varekostnaden og driftsinntektene har en sterk korrelasjon på 87%. Vi ser at de siste fem årene har varekostnaden i snitt vært på 45,08% av driftsinntektene. Vi benytter oss av det når vi lager prognose av fremtidig varekostnad.

År	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Driftsinntekt	12 912 300 000	12 782 186 667	14 033 014 933	15 003 228 552	16 039 348 951	17 001 709 888
Varekostnad	5 870 600 000	5 761 960 866	6 325 809 894	6 763 163 302	7 230 226 204	7 664 039 776

Tabell 11: Prognose av varekostnad

6.2.2 Lønnskostnad

For lønnskostnadene bruker vi også driftsinntektene som driver for å prognostisere fremtidig lønnskostnad.

År	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekt	9 029 814 000	10 817 238 000	11 342 554 000	12 237 589 000	12 912 300 000
Lønnskostnad	861 534 000	929 100 000	1 040 438 000	1 202 494 000	1 320 000 000
Andel	9,54 %	8,59 %	9,17 %	9,83 %	10,22 %
Gjennomsnittlig andel	9,47 %				
Korrelasjon	0,944139				

Tabell 12: Lønnskostnad

Vi ser at driftsinntektene og lønnskostnadene korrelerer sterkt med 94,41%. De siste fem årene har lønnskostnadene hatt en gjennomsnittlig andel av driftsinntektene på 9,47%. Vi bruker det videre i vårt estimat.

År	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Driftsinntekt	12 912 300 000	12 782 186 667	14 033 014 933	15 003 228 552	16 039 348 951	17 001 709 888
Lønnskostnad	1 320 000 000	1 210 523 660	1 328 982 046	1 420 865 115	1 518 989 817	1 610 129 207

Tabell 13: Prognose av lønnskostnad

6.2.3 Andre driftskostnader

Andre driftskostnader omfatter blant annet vedlikehold, driftsutstyr og forbruksmateriell, innsatsfaktorer, frakt- og leveringskostnader, samt øvrige driftsomkostninger. Disse kostnadene setter vi også opp mot driftsinntektene.

År	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekt	9 029 814 000	10 817 238 000	11 342 554 000	12 237 589 000	12 912 300 000
Andre driftskostnader	1 377 795 000	1 584 825 000	1 768 036 000	1 479 023 000	1 902 200 000
Andel	15,26 %	14,65 %	15,59 %	12,09 %	14,73 %
Gjennomsnittlig andel	14,46 %				
Korrelasjon	0,707134				

Tabell 14: Andre driftskostnader

Man ser at korrelasjonen ikke er like sterk som ved varekostnad og lønnskostnad, men er fortsatt relativt sterk på 70,71%. Andre driftskostnader utgjør i gjennomsnitt 14,46% av driftsinntektene, og vi bruker det i våre estimater.

År	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Driftsinntekt	12 912 300 000	12 782 186 667	14 033 014 933	15 003 228 552	16 039 348 951	17 001 709 888
Andre driftskostnader	1 902 200 000	1 848 673 248	2 029 579 130	2 169 900 032	2 319 752 957	2 458 938 134

Tabell 15: Prognose av andre driftskostnader

6.3 Avskrivninger, nedskrivninger og investeringer

Avskrivninger og nedskrivninger vil være kostnader i resultatet, men vil ikke være en del av kontantstrømmene da det ikke er penger som går inn eller ut av selskapet. Men de er viktig å ta med, da de skattemessig påvirker driftsresultatet som igjen påvirker skatten, og skatt inngår i kontantstrømmene. Vi velger å estimere avskrivninger og nedskrivninger som en andel av driftsinntektene.

År	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekt	9 029 814 000	10 817 238 000	11 342 554 000	12 237 589 000	12 912 300 000
Avskrivning og nedskrivning	358 020 000	418 612 000	487 778 000	718 449 000	812 100 000
Andel	3,96 %	3,87 %	4,30 %	5,87 %	6,29 %
Gjennomsnittlig andel	4,86 %				
Korrelasjon	0,9212916				

Tabell 16: Avskrivning og nedskrivning

Man ser i Tabell 16 at avskrivninger og nedskrivninger korrelerer sterkt med driftsinntektene med 92%. Man kan se en klar økning fra 2018 til 2019, og trenden tilsier en høyere andel avskrivninger og nedskrivninger. Avskrivninger og nedskrivninger utgjør i snitt 4,86% av driftsinntektene. Vi vil oppjustere den andelen til 6% for de neste to årene, da trenden er

oppadgående og det er sannsynlig med økte investeringer i nær fremtid da renten er lav. Etter to år vil vi bruke 4,86% da vi tror renten vil øke en del, og investeringsaktiviteten reduseres.

År	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Driftsinntekt	12 912 300 000	12 782 186 667	14 033 014 933	15 003 228 552	16 039 348 951	17 001 709 888
Avskrivning og nedskrivning	812 100 000	766 931 200	841 980 896	729 017 095	779 362 891	826 124 665

Tabell 17: Prognose av avskrivning og nedskrivning

Investeringer er en del av kontantstrømmene. Investeringer har ofte ikke et jevnt mønster, da de kan være veldig høye ett år, og veldig lave et annet år. Økte investeringer gir gjerne økte avskrivninger og nedskrivninger. SalMar har hatt store investeringer innen havbasert oppdrett i det siste, og forventes mer fremover også. Vi finner investeringene ved å se på varige driftsmidler. Vi tar IB varige driftsmidler, trekker fra avskrivninger og nedskrivninger, og ser på UB varige driftsmidler. Differansen vil da være investeringene det året.

År	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekt	9 029 814 000	10 817 238 000	11 342 554 000	12 237 589 000	12 912 300 000
Varige driftsmidler (IB)	2 411 959 000	3 137 522 000	3 604 770 000	3 591 490 000	4 939 621 000
Avskrivning og nedskrivning	358 020 000	418 612 000	487 778 000	718 449 000	812 100 000
Investeringer	1 083 583 000	885 860 000	474 498 000	2 066 580 000	1 426 479 000
Varige driftsmidler (UB)	3 137 522 000	3 604 770 000	3 591 490 000	4 939 621 000	5 554 000 000
Andel	12,00 %	8,19 %	4,18 %	16,89 %	11,05 %
Gjennomsnittlig andel	10,46 %				
Korrelasjon	0,436880				

Tabell 18: Investeringer

Man ser i Tabell 18 at investeringene varierer mye fra år til år. I 2019 hadde de mye mer i investeringer enn i 2018 for eksempel. Det varierende investeringsnivået ser man igjen på den lave korrelasjonen på 43,69%. Det å estimere fremtidig investeringer med en fast faktor, er derfor vanskelig. Vi tror de opprettholder høyt investeringsnivå de to neste årene, før de senker det noe. Vi bruker derfor gjennomsnittlig andel av driftsinntektene på 10,46% for de to neste årene, før vi senker den til 8% etter det.

År	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Driftsinntekt	12 912 300 000	12 782 186 667	14 033 014 933	15 003 228 552	16 039 348 951	17 001 709 888
Investeringer	1 426 479 000	1 337 204 159	1 468 059 137	1 200 258 284	1 283 147 916	1 360 136 791

Tabell 19: Prognose av investeringer

6.4 Arbeidskapital

Arbeidskapital er differansen mellom omløpsmidlene og kortsiktig gjeld. For SalMar består omløpsmidlene hovedsakelig av kundefordringer og varelager. Varelageret til SalMar består i hovedsak av biologiske eiendeler. Kortsiktig gjeld består i hovedsak av leverandørgjeld.

Arbeidskapitalen varierer mye fra år til år, så det kan være vanskelig å prognostisere fremtidig arbeidskapital. Vi velger her å se arbeidskapitalen som andel av driftsinntektene. Vi bruker gjennomsnittlig andel av driftsinntektene i vår prognose.

År	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekt	9 029 814 000	10 817 238 000	11 342 554 000	12 237 589 000	12 912 300 000
Omløpsmidler	6 393 351 000	5 315 649 000	6 924 622 000	7 490 288 000	7 918 200 000
Kortsiktig gjeld	2 785 995 000	2 739 897 000	3 435 173 000	3 247 958 000	4 736 400 000
Arbeidskapital	3 607 356 000	2 575 752 000	3 489 449 000	4 242 330 000	3 181 800 000
Endring arbeidskapital	- 1 372 711 727	- 1 031 604 000	913 697 000	752 881 000	- 1 060 530 000
Andel	39,95 %	23,81 %	30,76 %	34,67 %	24,64 %
Gjennomsnittlig andel	30,77 %				

Tabell 20: Arbeidskapital

Arbeidskapitalen utgjør i gjennomsnitt 30,77% av driftsinntektene. Vi bruker derfor det i vår prognose.

År	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Driftsinntekt	12 912 300 000	12 782 186 667	14 033 014 933	15 003 228 552	16 039 348 951	17 001 709 888
Arbeidskapital	3 181 800 000	3 932 648 807	4 317 486 583	4 615 988 673	4 934 768 062	5 230 854 145
Endring arbeidskapital	- 1 060 530 000	750 848 807	384 837 776	298 502 090	318 779 389	296 086 084

Tabell 21: Prognose av arbeidskapital

6.5 Fri kontantstrøm

Vi setter inn prognosene vi har satt, og kommer frem til den frie kontantstrømmen de neste fem årene for SalMar ASA.

År	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Driftsinntekt	12 912 300 000	12 782 186 667	14 033 014 933	15 003 228 552	16 039 348 951	17 001 709 888
Varekostnad	- 5 870 600 000	- 5 761 960 866	- 6 325 809 894	- 6 763 163 302	- 7 230 226 204	- 7 664 039 776
Lønnskostnad	- 1 320 000 000	- 1 210 523 660	- 1 328 982 046	- 1 420 865 115	- 1 518 989 817	- 1 610 129 207
Andre driftskostnader	- 1 902 200 000	- 1 848 673 248	- 2 029 579 130	- 2 169 900 032	- 2 319 752 957	- 2 458 938 134
EBITDA	3 819 500 000	3 961 028 893	4 348 643 863	4 649 300 103	4 970 379 973	5 268 602 771
Avskrivning og nedskrivning	- 812 100 000	- 766 931 200	- 841 980 896	- 729 017 095	- 779 362 891	- 826 124 665
Operasjonelt driftsresultat (EBIT)	3 007 400 000	3 194 097 693	3 506 662 967	3 920 283 007	4 191 017 082	4 442 478 106
Skatt (22%)	- 661 628 000	- 702 701 492	- 771 465 853	- 862 462 262	- 922 023 758	- 977 345 183
Driftsresultat etter skatt	2 345 772 000	2 491 396 200	2 735 197 114	3 057 820 746	3 268 993 324	3 465 132 923
Avskrivning og nedskrivning	812 100 000	766 931 200	841 980 896	729 017 095	779 362 891	826 124 665
Investeringer	- 1 426 479 000	- 1 337 204 159	- 1 468 059 137	- 1 200 258 284	- 1 283 147 916	- 1 360 136 791
Endring arbeidskapital	1 060 530 000	- 750 848 807	- 384 837 776	- 298 502 090	- 318 779 389	- 296 086 084
Fri kontantstrøm (FCF)	2 791 923 000	1 170 274 434	1 724 281 097	2 288 077 467	2 446 428 910	2 635 034 713

Tabell 22: Prognose av frie kontantstrømmer

6.6 Terminalverdi

Terminalverdi er verdien utover de prognosene vi har satt. Det er en verdi for alle fremtidige kontantstrømmer etter siste års prognose. Terminalverdien antar at bedriften vil vokse med en bestemt vekstfaktor etter den prognosisterte perioden. Vekstfaktoren er normalt i takt med det langsiktige inflasjonsmålet, men ikke høyere enn vekstfaktoren for BNP (Ganti, 2021). Vi regner ut terminalverdien ut ifra Gordons formel.

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

Vekstfaktoren her er g . Det er den konstante vekstfaktoren som vi antar SalMar vil vokse med i all fremtid. CF er den siste estimerte kontantstrømmen, og r er avkastningskravet (WACC) til SalMar som vi kom frem til tidligere i oppgaven. Som nevnt tidligere vil det etterspørselen etter laks øke i fremtiden, og vi antar at SalMar vil ta nytte av det. Inflasjonsmålet i Norge ligger på 2% (Norges Bank, 2020). BNP i Norge fikk seg en knekk i 2020, på grunn av koronakrisen. Men det ventes at den vil hente seg inn, ved at styringsrenten er 0%, og den pågående vaksineringen vil gjøre at samfunnet kommer seg tilbake til normalen. Det ventes at fastlands-BNP i Norge vil ha en årlig vekst på mellom 2% og 4% i årene fremover (Norges Bank, 2020). Med bakgrunn i dette setter vi vekstfaktoren g , til 2%. Det er over den risikofrie renten på 1,32%, men med bakgrunn i de ovennevnte faktorene velger vi å sette vekstfaktoren til 2%. Terminalverdien for SalMar ASA blir da:

$$\text{Terminalverdi} = \frac{2\,635\,034\,713}{5,30\% - 2\%} = 79\,912\,919\,812$$

7 Fundamental verdsettelse

Her skal vi komme frem til en fundamental verdi på SalMar ASA. Først diskonterer vi de prognosisterte kontantstrømmene ved å bruke Discounted Cash Flow metoden (DCF-metoden), og kommer frem til et kursmål. I andre del kommer vi frem til et annet kursmål basert på utbytte, der vi bruker dividendemodellen.

7.1 DCF-metoden

Vi skal her diskontere de prognosisterte kontantstrømmene, samt terminalverdien, og komme frem til en verdi på SalMar ASA. Vi diskonterer kontantstrømmene med avkastningskravet på 5,30%.

WACC	5,30 %					
g	2 %					
År	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	Terminalverdi
Fri kontantstrøm	1 170 274 434	1 724 281 097	2 288 077 467	2 446 428 910	2 635 034 713	79 912 919 812
Diskonteringsfaktor	1,053	1,109	1,168	1,229	1,294	1,294
Nåverdi	1 111 371 733	1 555 113 602	1 959 779 458	1 989 992 782	2 035 577 612	61 733 133 800
Sum nåverdi (virksomhetsverdi)	70 384 968 987					

Tabell 23: Beregning av virksomhetsverdien

Basert på de frie kontantstrømmene og terminalverdien, kommer vi frem til en nåverdi på NOK 70 384 968 987. Dette er virksomhetsverdien. For å komme frem til verdi på egenkapitalen må vi trekke ut den netto rentebærende gjelden. Netto rentebærende gjeld per 31.12.2020 for SalMar ASA var på NOK 4 892 600 000. Verdien på egenkapitalen blir da:

$$70\,384\,968\,987 - 4\,892\,600\,000 = 65\,492\,368\,987$$

For å komme frem til et kursmål, dividerer vi verdien på antall utestående aksjer:

$$\frac{65\,492\,368\,987}{113\,299\,999} = 578,04$$

Sum nåverdi (virksomhetsverdi)	70 384 968 987
Netto rentebærende gjeld	4 892 600 000
Verdi egenkapital	65 492 368 987
Antall utestående aksjer	113 299 999
Kursmål	578,04

Tabell 24: Beregning av verdi per aksje

Basert på DCF-metoden kommer vi frem til et kursmål på NOK 578,04. Sammenlignet med SalMar sin aksjekurs per 31.12.2020 på NOK 503,60, er SalMar underpriset med 14,78%.

7.2 Dividendemodellen

Dividendemodellen er en veldig enkel modell, og baserer seg på fremtidig utbytte fra selskapet. Modellen kan være passende å bruke her, siden SalMar betaler ut utbytte hvert år. Vi skal komme frem til en aksjepris ved å diskontere fremtidig utbytte. Formelen er:

$$P_0 = \frac{Dividend_1}{WACC - g}$$

Der

$$P_0 = \text{Kursmålet}$$

$$Dividend_1 = \text{Siste utbytte}$$

$$WACC = \text{Avkastningskravet}$$

$$g = \text{Vekst i utbytte}$$

Vi bruker samme WACC som vi har regnet ut tidligere i oppgaven. Styret til SalMar er innstilt på å betale ut 20 kroner per aksje i utbytte for regnskapsåret 2020 (SalMar, 2021). Vi bruker derfor 20 kr som utbytte i formelen vår. Formelen for vekst i utbytte:

$$g = \text{tilbakeholdt overskudd} * \text{avkastning på egenkapital}$$

Tilbakeholdt overskudd er hvor mye av overskuddet som ikke blir betalt ut i utbytte.

$$\text{Tilbakeholdt overskudd} = \frac{EPS - \text{utbytte}}{EPS}$$

På grunn av pandemien som kom i 2020, holdt SalMar igjen mye utbytte for 2019 for å være godt rustet i de usikre tidene. De betalte 13kr i utbytte per aksje, mens for 2020 regner de med

å betale 20kr. På grunn av en stor nedgang for 2019, og en tilsvarende stor oppgang for 2020, vil vi ved å kun bruke tallene fra 2020 få et negativt tilbakeholdt overskudd. Derfor bruker vi snittet av tallene for 2018, 2019 og 2020 for å få et mest mulig riktig tilbakeholdt overskudd.

$$\text{Tilbakeholdt overskudd} = \frac{(31,70 + 22,06 + 17,52) - (23 + 13 + 20)}{(31,70 + 22,06 + 17,52)} = 21,44\%$$

Tilbakeholdt overskudd blir dermed på 21,44%. Avkastningen på egenkapitalen har vi regnet ut tidligere til 5,442%.

$$g = 21,44\% * 5,442\% = 1,17\%$$

Årlig vekst i utbytte setter vi dermed til 1,17%. WACC, som utregnet tidligere, er på 5,30%.

Vi setter tallene inn i dividendmodellen:

$$P_0 = \frac{20}{5,30\% - 1,17\%} = 484$$

Basert på dividendmodellen kommer vi frem til et kursmål på NOK 484. Sammenlignet med SalMar sin aksjekurs per 31.12.2020 på NOK 503,60, så er SalMar overpriset med ca. 4%, ifølge vår dividendmodell.

8 Markedsbasert analyse (Multippel analyse)

En markedsbasert analyse baserer seg på en analyse av nøkkeltall og sammenligner den med lignende konkurrenter. Nøkkeltallene vi benytter er P/E, EBIT/KG, EV/KG, EV/EBIT og P/B. Vi har valgt å benytte konkurrentene MOWI ASA, Grieg Seafood ASA, Lerøy Seafood Group ASA og Norway Royal Salmon ASA, da disse har en operasjonell aktivitet som kan sammenlignes med SalMar og anses derfor som relevant for å analysere ift. verdsettelse. Tallmaterialet som blir brukt i denne analysen er fra 2020, og er basert på de respektive selskaperes kvartalsrapporter. Norway Royal Salmon vil av hensyn til tabellenes ryddighet videre henvises til som NRS.

8.1 P/E rate

P/E-raten står for Price/Earnings, og beskriver forholdet mellom markedsverdi per aksje og resultat per aksje.

Formelen for P/E-raten er altså:
$$\frac{\text{Aksjekurs}}{\text{Resultat pr. Aksje (EPS)}}$$

For SalMar vil P/E-raten sammenlignes med verdier for andre bedrifter innenfor samme sektor. Disse P/E-verdiene kan benyttes av investorer (sett i sammenheng med andre faktorer) for å vurdere om en aksje er underpriset eller overpriset.

Zakamulin (2019) forklarer P/E raten slik: P/E sier noe om aksjeverdi har økt fortere enn inntjening for bedrifter, mens en lav P/E kan forekomme når aksjekurs faller mens en bedrifts inntjening er på omtrent samme nivå.

En lav P/E kan derfor være en indikator på at aksjen er underpriset, men andre faktorer ved selskapet, og gjerne andre multipler bør benyttes før en kan konkludere.

	SalMar	MOWI	Grieg Seafood	Lerøy	NRS
Aksjepris (31.12.2020)	503,6	191	85	60,56	214,6
(÷) EPS	17,49	4,51*	-2,32	2,46	4,27
(=) P/E	28,79	42,35	--- **	24,62	50,26

Tabell 25: P/E Analyse

* 0,43 EUR omregnet til NOK med en kurs på 10,489 (31.12.2020).

*** Siden P/E blir betydelig negativ velger vi å stryke denne fra denne analysen for å utelukke mulige feilkilder i verdivurderingen.*

Gjennomsnittlig P/E for konkurrentene blir derfor: **39,08**

Videre er formelen for å estimere aksjepris via P/E enkel: $EPS(\text{SalMar}) \times \text{Snitt}(P/E)$

Dette gir dermed en estimert aksjekurs på NOK 683,5 pr. aksje for SalMar basert på konkurrentenes gjennomsnittlige P/E. Denne er sannsynligvis høyere ved estimeringen enn den faktiske prisen, siden vi kan se på konkurrentene og både MOWI og Norway Royal Salmon har en P/E som er betydelig høyere enn SalMar, og for så vidt også Lerøy. Siden det er vanskelig å anslå verdien ut ifra kun å se på P/E, er derfor en vektning mot konkurrenter for å opprette ett kursmål basert på disse nødvendig. Her ser vi at snittet i bransjen er på 39,08 og siden SalMar har 28,79 kan man si de har en lav P/E og kan derfor sees på som underpriset ut ifra denne analysen. Likevel er det ikke en metode som vil være helt perfekt, da den ikke fanger opp hvor vidt konkurrentene i stedet er overpriset.

8.2 EBIT/KG

Dette er et tilsynelatende flittig brukt verktøy for å måle det operasjonelle driftsresultatet opp mot andelen slaktet fisk (KG). Det er en beregning og et nøkkeltall som går igjen i bransjens rapporter og artikler som gjelder bransjen ellers, og antas derfor viktig for bransjen slik som også Rønning (2014) påpeker. Derfor velges det å inkludere en analyse av denne, selv om den ikke direkte kan benyttes til estimering av aksjekurs. Derimot gir den ett bilde av hvor mye selskapene tjener per slaktet fisk.

EBIT/KG	SalMar	MOWI	Grieg Seafood	Lerøy	NRS
Operasjonell EBIT	3 007 500 000	3 542 135 300*	232 288 000	1 950 000 000	246 252 000
(÷) Slaktevolum i tonn	161 500	440 000	71 142	170 879	30 509
(=) Multipl:	18,62	8,05	3,26	11,41	8,06

Tabell 26: EBIT/KG

* Beregnet fra 337 700 000 euro til NOK med en kurs på 10,489 (utgang 2020).

$$\text{Multippel} = \left(\frac{\text{EBIT}}{\text{Slaktevolum}} \right)$$

Her får vi en gjennomsnittsmultippel for konkurrentene på **7,695**.

Dette forteller at SalMar med sin multippel på 18,62 har over dobbelt resultat pr. kg enn snittet, og høyere enn flere av konkurrentene. Fra Tabell 26 ser en også at Grieg Seafood er nede på 3,26 kr pr. kg og plasserer seg derfor som den eneste konkurrenten i denne analysen, under snittet.

Denne vil ikke direkte benyttes i beregningene av kursmål da den isolert sett er vanskelig å benytte til slike formål. Likevel er den oppført for å se litt nærmere på ett mål bransjen selv benytter og kan derfor gi en antydning på hvorvidt kursmålet som blir estimert stemmer. Slik en ser fra Tabell 26, er det tilsynelatende at SalMar leverer et betydelig bedre resultat pr. slaktet fisk enn konkurrentene, men dette trenger ikke nødvendigvis å speile seg i aksjekursen da forskjellige faktorer kan spille inn på både EBIT og det respektive årets slaktevolum.

8.3 EV og EV/KG

Enterprise Value (kg)	SalMar	MOWI	Grieg Seafood	Lerøy	NRS
Markedsverdi	57 057 526 980	98 768 000 000	9 642 998 570	36 080 054 060	9 350 592 189
(+) Netto Rentebærende gjeld	5 826 300 000	15 302 402 100 *	3 930 882 000	3 521 000 000	1 294 554 000
(=) Enterprise Value	62 883 826 980	114 070 402 100	13 573 880 570	39 601 054 060	10 645 146 190

Tabell 27: EV-Tabell

* Beregnet fra 1,4589 milliarder euro til NOK med en valutakurs på 10,489

EV / KG	SalMar	MOWI	Grieg Seafood	Lerøy	NRS
EV	62 883 826	114 070 402	13 573 880	39 601 054	10 645 146
	980	100	570	060	190
(÷) Slaktevolum (i kg)	161 500 000	440 000 000	71 142 000	170 879 000	30 509 000
(=) EV/KG	389,37	259,25	190,80	231,75	348,92

Tabell 28: EV/KG

For å beregne et kursmål for SalMar ved å benytte EV/KG, benyttes først formelen i en omtolket og omformulert versjon av EV/Sales til å benytte kg i stedet for sales. Det gir oss: Enterprise Value/Slaktevolum. EV/Sales (EV/KG som benyttes her) kan, som Hayes (2020) hevder, potensielt vise hvilke selskaper som er underpriset, ved at de har en lavere multipl. I denne analysen har Grieg Seafood lavest EV/KG, samtidig som SalMar har høyest. Dette kan bety at Grieg Seafood er underpriset og at SalMar er overpriset. Likevel, kan dette også bety at alle andre enn SalMar er underpriset. Berge (2013) skriver at EV/KG ikke tar høyde for lønnsomheten til selskapet og en trenger flere forskjellige analyser for å estimere kursmålet. For å benytte disse tallene til å beregne et kursmål må gjennomsnittet blant konkurrentene utregnes.

En gjennomsnitts multiplikator blant konkurrentene blir: **257,68**

Denne multipl. kan forenklet sees på som verdien av selskapet (Enterprise Value) per slaktet kg fisk, og siden EV tar hensyn til aksjepris og gjeld, vil en høyere EV/KG multipl. bety at f.eks. aksjeprisen er høyere eller gjelden eller høyere, og gjøre selskapet mindre attraktivt. En kan se fra gjennomsnittet og analysen at SalMar og NRS skiller seg ut med å plassere seg betydelig (antatt) over gjennomsnittet, samtidig som MOWI plasserer seg ganske tett på gjennomsnittet.

For å benytte denne multipl. for å beregne en aksjekurs på denne må det «reverseres» i formlene for EV og Markeds Kapitalisering og basere det på en EV utarbeidet fra konkurrentenes gjennomsnittsmultipl.

$$\text{MarkedsKapitalisering} = \text{Aksjekurs} \times \text{utestående aksjer}$$

Og

$$EV = \text{MarkedsKapitalisering} + \text{Netto Rentebærende gjeld}$$

* Som benyttet i denne oppgaven

Dette gjør at vi ender opp med følgende formel for å beregne aksjekurs:

$$\text{Aksjekurs} = \frac{\text{SnittbasertEV} - \text{Netto Rentebærende gjeld}}{\text{Utestående aksjer}}$$

For å finne snittbasert EV:

$$\text{SnittBasertEV} = \text{EV/KGMultipel} \times \text{utestående aksjer}$$

Setter inn tallene i formelen:

$$\text{Aksjekurs} = \frac{(257,68 \times 161\,500\,000) - 5\,826\,300\,000}{113\,299\,299} = \mathbf{315,88}$$

Beregnet kursmål for SalMar basert på EV/KG multipler blir dermed NOK 315,88 per aksje.

Sammenlignet med aksjekursen fra utgangen av 2020 som lå på NOK 503,6 gir dette en betydelig differanse mellom dette kursmålet og faktisk aksjekurs, og isolert kan dette indikere at SalMar er overpriset.

8.4 EV/EBIT

EV/EBIT brukes også for verdivurdering av selskap. EV er en forkortelse for Enterprise Value, og er en aggregering av egenkapitalens markedsverdi og rentebærende gjeld. EBIT er det engelske begrepet for bedriftens driftsresultat.

EV/EBIT	SalMar	Mowi	Grieg Seafood	Lerøy	NRS
Enterprise Value	62 883 826 980	114 070 402 100	13 573 880 570	39 601 054 060	10 645 146 190
(÷) Operasjonell EBIT	3 007 500 000	3 542 135 300	232 288 000	1 950 000 000	246 252 000
(=) Multipel	20,91	32,20	58,436	20,31	43,23

Tabell 29: EV/EBIT

En gjennomsnitts multiplikator blant konkurrentene blir: **38,54**

For å benytte EV/EBIT som en multiplert må en trekke fra nettorentebærende gjeld, siden det er en analyse av sysselsatt kapital (Lederkilden, u.å.)

Dette gir formelen

$$Aksjekurs = \frac{(SnittMultiplert \times EBIT) - Rentebærende gjeld}{Utestående aksjer}$$

Setter inn tallene i formelen:

$$Aksjekurs = \frac{(38,54 \times 3\,007\,500\,000) - 5\,826\,300\,000}{113\,299\,299} = \mathbf{971,61}$$

Estimert aksjekurs basert på EV/EBIT blir derfor NOK 971,61.

Denne er beregnet basert på ordinært gjennomsnitt mellom konkurrentene utvalgt til analysen. Slik en kan se umiddelbart er dette estimerte kursmålet betydelig høyere enn flere av de tidligere basert på multipler. Det kan være flere årsaker til dette, og det som drar opp snittet betydelig er NRS sin multiplert. Her vil en lavere multiplert bety bedre økonomisk stabilitet (Corporate Finance Institute, u.å.) og like fort kan være underpriset. Ser vi på tallene ovenfor fra Tabell 29, skiller Lerøy og SalMar seg ut med multipler lavere enn snittet. En ser også at Grieg Seafood skiller seg ut på oversiden av snittet, med å ligge betydelig over. Dette kan skyldes en høy EV med et svakt resultat sammenlignet med konkurrentene.

Som Corporate Finance Institute (u.å.) skriver, kan ikke dette tallet benyttes isolert sett. Hvis vi sammenligner disse tallene med multiplene vi har fra EBIT/KG så ser vi raskt at SalMar har høyest EBIT/KG og Lerøy har nest høyest, samtidig kan det tolkes at Grieg Seafood stiller med en «svak» økonomi.

Sammenstiller disse to multiplene inn i en tabell:

	SalMar	MOWI	Grieg Seaf.	Lerøy	NRS
EV/EBIT	20,91	32,20	58,436	20,31	43,23
EBIT/KG	18,62	8,05	3,26	11,41	8,06

Tabell 30: EV/EBIT vs. EBIT/KG

Sett fra Tabell 30 ser vi noe som kan ligne på en sammenheng mellom lavt resultat pr. kg slaktet fisk (EBIT/KG) og en høy EV/EBIT, noe som kan sammenfalle med at f.eks. SalMar kan være underpriset ift. konkurrentene, eller konkurrentene er overpriset.

8.5 Price to book (P/B)

Når en skal beregne P/B raten, kan en benytte to metoder for å beregne dette (Investorkilden, 2018). Og dette er enten ved å dele markedskapitalisering (markedsverdi) på egenkapital, eller aksjekurs delt på EK per aksje.

	SalMar	MOWI	Grieg Seaf.	Lerøy	NRS
Markedsverdi	57 057 526 980	98 768 000 000	9 642 998 570	36 080 054 060	9 350 592 189
(÷) Egenkapital	10 986 900 000	28 992 644 900*	4 409 002 000	17 633 000 000	3 130 700 000
(=) Multippel	5,19	3,41	2,19	2,05	2,99
Egenkapital	10 986 900 000				
(÷) Antall aksjer	113 299 299				
(=) EK per aksje	96,97				

Tabell 31: P/B - Price-to-book

* Beregnet fra 2 764,1 millioner euro til NOK med en valutakurs på 10,489

En gjennomsnitts multiplikator blant konkurrentene blir: **2,66**

I denne tabellen kan vi se at SalMar har en multiippel 5,19, noe som er betraktelig høyere enn konkurrentene. Lerøy har en multiippel på 2,05, noe som betyr at aksjeprisen koster 205% av hvor mye egenkapital pr. aksje selskapet har. For å beregne et kursmål ut ifra denne multiipelen benytter vi gjennomsnittet blant konkurrentene og ganger den med EK pr. aksje for SalMar. Dette gir oss $2,66 \times 96,97 = 257,94$. Estimert aksjekurs basert på P/B blir dermed NOK 257,94.

8.6 Konklusjon av multippelanalysen

	Kursmål
P/E	683,5
EV/KG	315,88
EV/EBIT	971,61
P/B	257,94
Gjennomsnitt	557,23

Tabell 32: Beregning av kursmål med multipler

Dette gir oss ett gjennomsnittlig kursmål på NOK 557,23, noe som kan tolkes som lavt, hvis en f.eks. ser på EBIT/KG, hvor SalMar har høyeste multiplum blant konkurrentene. Derimot har SalMar en tydelig høyere P/B rate enn konkurrentene og dette kan sette i tvil hvor mye kursmålet basert på P/B-raten skal vektlegges, siden den også trekker det endelige gjennomsnittet ned. Siden P/B raten er basert på markedsverdi og egenkapitalen, kan den være veldig påvirkelig av «negative» hendelser som påvirker enten markedsverdi eller egenkapital. Det medfører også riktighet å påpeke at dette kan skje med «positive» hendelser også. Vi er i skrivende stund ett år inn i Covid-19-pandemien, og hvordan denne har påvirket de respektive selskaperes økonomi vil variere i stor grad, sannsynligvis også innenfor havbruks- og oppdrettsbransjen. Vi velger derfor å vekte alle fire variablene likt.

Ett interessant funn er også EV/EBIT som gir SalMar et estimert kursmål på NOK 971,61. Denne er basert på at flere av konkurrentene hadde betydelig høyere multipler enn SalMar, som hadde den nest laveste multiplum av alle i analysen. Som Corporate Finance Institute (u.å.) skriver, kan dette måle økonomisk stabilitet, og kan også derfor til en viss grad tolkes dit at SalMar sin økonomi er mer solide enn flere av konkurrentene.

9 Sensitivitetsanalyse

En sensitivitetsanalyse viser hvordan ulike uavhengige variabler påvirker en bestemt avhengig variabel. Den viser hvor følsom variabelen er for endring (Kenton, 2020).

Først ser vi på hvor følsom vår estimerte verdi per aksje ved DCF-metoden er for endringer i beta og risikofri rente. Både beta og den risikofrie renten er usikre estimat, så vi velger å se hvor følsom kursen er for små endringer i de variablene.

$\frac{R_f}{\beta}$	0,70 %	0,90 %	1,10 %	1,32 %	1,50 %	1,70 %	1,90 %
0,6	1164	1046	949	860	799	740	688
0,8244	708	660	619	578	548	519	492
1	536	508	482	456	437	417	399
1,2	417	399	382	365	352	339	326

Tabell 33: Sensitivitetsanalyse av beta og risikofri rente

Vi ser at endringer i beta kan gi store utslag for kursen. Risikofri rente gir ikke like stort utslag. Da beta er et usikkert mål, og små endringer gir store utslag, er det et stort usikkerhetsmoment i vår verdsetting.

Videre i sensitivitetsanalysen ser vi på hvor følsom vår estimerte verdi per aksje ved DCF-metoden er for endringer i vekstfaktoren (g) og avkastningskravet (WACC).

WACC	4,70 %	4,90 %	5,10 %	5,30 %	5,50 %	5,70 %	5,90 %
g							
1,00 %	530,92	501,53	475,01	450,95	429,04	408,99	390,59
1,30 %	574,75	540,51	509,86	482,29	457,34	434,66	413,96
1,90 %	690,59	641,84	599,18	561,54	528,09	498,16	471,22
2 %	714,91	662,80	617,43	578,04	542,24	510,74	482,48
2,30 %	800,00	735,38	679,99	631,99	589,99	552,94	520,00
2,60 %	909,40	826,88	757,57	698,53	647,63	603,30	564,35
2,90 %	1055,27	945,84	856,31	781,70	718,57	664,46	617,56

Tabell 34: Sensitivitetsanalyse av vekstfaktoren (g) og avkastningskravet (WACC) i DCF

Vi ser i Tabell 34 over at det er ikke mye man skal endre avkastningskravet og/eller vekstfaktoren for at det skal gi et stort utslag på kursmålet. Setter man vekstfaktoren g til

1,3%, som er tilnærmet lik risikofri rente, ser vi det blir et kursmål på 482,29, noe som er en nedgang på 16%. Setter man WACC ned 0,60% til 4,70% vil det gi en økning i kursmålet på hele 24%.

Videre ser vi på hvor sensitiv kursen er for endringer i årlig vekst av slaktevolumet.

Endring i vekst slaktevolum	Aksjekurs	Endring kursmål
-12 %	393,04	-31,95 %
-10 %	421,13	-27,08 %
-8 %	450,31	-22,03 %
-6 %	480,55	-16,80 %
-4 %	511,86	-11,37 %
-2 %	544,20	-5,78 %
0 %	578,04	0,00 %
+2 %	611,90	+5,95 %
+4 %	647,19	+12,06 %
+6 %	683,41	+18,33 %
+8 %	720,50	+24,75 %
+10 %	758,42	+31,32 %
+12 %	797,12	+38,02 %

Tabell 35: Sensitivitetsanalyse av slaktevolum

Slaktevolum er en sentral faktor i estimatet av aksjekursen til SalMar. Det påvirker driftsinntektene i stor grad. I Tabell 35 ser vi hvor sensitivt kursmålet er ovenfor endring i slaktevolum. Veksten i slaktevolumet i vår oppgave er satt til 6% årlig for de neste fem årene. Man ser at en økning med 2% i den årlige veksten i slaktevolum, vil gi en økning i kursmålet vårt med 5,95%.

I vår dividendemodell har vi kommet frem til et kursmål basert på fremtidige utbytter. Vi ønsker å se på hvor sensitiv kursmålet er ved endringer av veksten i utbytte.

Vekst i utbytte (g)	Kursmål	Endring kursmål
-0,50 %	345	-28,79 %
-0,25 %	360	-25,59 %
0 %	377	-22,08 %
0,25 %	396	-18,22 %
0,50 %	417	-13,96 %
0,75 %	440	-9,23 %
1 %	465	-3,95 %
1,17 %	484	0 %
1,25 %	494	1,98 %
1,50 %	526	8,68 %
1,75 %	563	16,34 %
2 %	606	25,15 %
2,25 %	656	35,41 %
2,50 %	714	47,50 %

Tabell 36: Sensitivitetsanalyse av vekst i utbytte (g)

Vi ser i tabellen over at om man beholder dagens utbytte, altså en vekst på 0% fremover vil det gi en aksjekurs på NOK 377, altså 22% lavere enn ved vårt vekstestimat på 1,17%.

Vi kan konkludere med at små endringer i de nevnte faktorene vil gi store utslag på aksjekursen.

10 Konklusjon

Vi har nå kommet frem til tre ulike verdier per aksje for SalMar ASA, basert på tre forskjellige metoder. For å komme frem til en aksjekurs, vektlegger vi de ulike aksjekursene og kommer frem til ett kursmål. Ved DCF-metoden blir kursmålet NOK 578,04. Ved bruk av Dividendemodellen blir kursmålet NOK 484, og ved bruk av markedsbasert verdsettelse blir kursmålet NOK 557,23. Sammenlignet med SalMar sin kurs 31.12.2020 på NOK 503,60, er aksjen underpriset ved DCF-metoden og markedsbasert verdsettelse, men overpriset ved bruk av dividendemodellen. I det endelige kursmålet vårt, vektlegger vi de forskjellige kursmålene ulikt. Vi legger størst vekt på DCF-metoden, da den er mest omfattende og gir en mer nøyaktig prognose av fremtidsutsiktene. Vi vektlegger dermed DCF-metoden 45%, markedsbasert verdsettelse 30% og Dividendemodellen 25%. Kursmålet vårt blir:

$$\text{Kursmål} = (45\% * 578,04) + (30\% * 557,23) + (25\% * 484) = 548,29$$

Sammenligner man kursmålet vårt på NOK 548,29 med SalMar sin kurs 31.12.2020 på NOK 503,60, ser vi at SalMar var underpriset med 8,87%. Som svar på vår problemstilling, kommer vi dermed frem til at SalMar ASA er verdt NOK 548,29 per aksje, som tilsvarer en markedsverdi på NOK 62 121 256 452.

11 Kritikk

Det er knyttet noe usikkerhet til vår verdsettelse av SalMar ASA.

Ved estimering av avkastningskravet er det en del fallgruver. Den matematiske utregningen av beta sier ikke så mye om den fremtidige risikoen og flere svakheter. Som man ser i sensitivitetsanalysen, vil små endringer i betaverdien gi store utslag på aksjekursen. Når det gjelder risikofri rente er det også noen usikkerhetsmomenter. Med tanke på det å bruke 10-årige statsobligasjoner som risikofri rente, så er det ikke alle som er enige i det, som vist i undersøkelsen til PWC, der 42% ville brukt det (PWC, 2020). Da styringsrenten er 0% nå, er det vanskelig å komme frem til en sikker risikofri rente. Akkurat når Norges Bank vil sette opp renten igjen, er blant annet knyttet til situasjonen rundt Covid-19. Om vaksineringsen fungerer som planlagt og samfunnet kan åpne for godt eller om det kommer nye nedstengninger, har mye å si.

Det er også knyttet usikkerhet til de fremtidige kontantstrømmene. Faktorer som spiller inn er blant annet utviklingen av Covid-19, bekjempelse av lakselus, konkurranse i markedet og suksess i egne prosjekter (blant annet Smart Fish Farm). Det å ta utgangspunkt i historisk data gir ikke nødvendigvis et godt bilde av hva som kommer til å skje i fremtiden.

SalMar har hatt varierende utbetaling av utbytte de siste årene. Veksten i utbytte er derfor vanskelig å gi en presis verdi. På grunn av det kan verdsettelse ved bruk av dividendemodellen gi et unøyaktig kursmål. Derav er den også vektlagt minst.

Dyrnes (2004) hevder at det finnes en fare ved å beregne en gjennomsnittsmultiplikator i bransjen, da dette ikke tar høyde for størrelse eller verdidriver i bransjen. Dyrnes (2004) påpeker også at EV-multiplikatorene er mer treffsikre enn de som er basert på P, da finansieringsstruktur fjernes fra beregningen. Med betraktningene til Dyrnes i grunn kan det derfor være mulig at tallene brukt til å sammenligne SalMar ASA med, ikke er helt sammenlignbare likevel.

12 Litteraturliste

- Akvakulturloven (2005) *Lov om akvakultur*. Tilgjengelig fra: <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-06-17-79> (Hentet: 25. februar 2021).
- Barney, J. (1991). *Journal of Management, Firm Resources and Sustained Competitive Advantage*, 17(1), s. 99-120. Tilgjengelig fra: [https://josephmahoney.web.illinois.edu/BA545_Fall%202019/Barney%20\(1991\).pdf](https://josephmahoney.web.illinois.edu/BA545_Fall%202019/Barney%20(1991).pdf) (Hentet: 9. april 2021).
- Berge, A. (2013). *Mest Laks for pengene*. iLaks. Tilgjengelig fra: <https://ilaks.no/mest-laks-for-pengene/> (Hentet: 14. april 2021).
- Berge, A. (2021a). *Gustav Witzøe: - Vår største utfordrer er landbaserte anlegg*. iLaks. Tilgjengelig fra: <https://ilaks.no/gustav-witzoe-var-storste-utfordrer-er-landbaserte-anlegg/> (Hentet: 15. februar 2021).
- Berge, A. (2021b). *Landbaserte oppdrettsanlegg for 20 milliarder kroner på børs*. iLaks. Tilgjengelig fra: <https://ilaks.no/landbaserte-oppdrettsanlegg-for-16-milliarder-kroner-pa-borsen/> (Hentet: 15. februar 2021).
- Berge, A. (2021c). *Råvareboom kan gi dyrere fiskefôr*. iLaks. Tilgjengelig fra: <https://ilaks.no/ravareboom-kan-gi-dyrere-fiskefor/>. (Hentet: 15. februar 2021).
- Bøhren, L. og Nilsen, A. A. (2020) *Kraftig vekst i omstridt behandling av laks*. E24. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/hav-og-sjoemat/i/0KBWk6/kraftig-vekst-i-omstridt-behandling-av-laks> (Hentet: 18. april 2021).
- Corporate Finance Institute. (2021). *Adjusted Beta*. Tilgjengelig fra: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/adjusted-beta/> (Hentet: 24. februar 2021).
- Corporate Finance Institute. (u.å.). *EV/EBIT Ratio*. Tilgjengelig fra: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/valuation/ev-ebit-ratio/> (Hentet 13. april 2021).
- Dahl, G. (u.å.). *Hvordan bør bedrifter finansieres?* Lederkilden. Tilgjengelig fra: <https://www.lederkilden.no/tema/hvordan-bor-bedrifter-finansieres> (Hentet: 23. april 2021).

- Dyrnes, S. (2004) *Verdsettelse med bruk av multiplikatorer*. Praktisk økonomi og finans, 21(1), s.43–52. Tilgjengelig fra: https://www.idunn.no/file/pdf/33226793/pof_2004_01_pdf.pdf (Hentet: 20. April 2021).
- Engø, T. (2019). *Verden får ikke nok atlantisk laks*. Kystmagasinet. Tilgjengelig fra: <https://www.kystmagasinet.no/nyheter/verden-far-ikke-nok-atlantisk-laks/> (Hentet: 15. februar 2021).
- Engø, T. (2020). *Covid-19 stopper ikke norsk fisk*. Kystmagasinet. Tilgjengelig fra: <https://www.kystmagasinet.no/nyheter/covid-19-stopper-ikke-norsk-fisk/> (Hentet: 11. februar 2021).
- Fish Pool. (2021). *Forward Prices*. Tilgjengelig fra: <https://fishpool.eu/price-information/forward-prices-3/> (Hentet: 12. mars 2021).
- Fiskeridirektoratet (2017). *Tildelingsprosessen*. Tilgjengelig fra: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Tildelingsprosessen> (Hentet: 9. februar 2021).
- Fiskeridirektoratet. (u.å.). *Lønnsomhetsundersøkelse for laks og regnbueørret: Matfiskproduksjon*. Tilgjengelig fra: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tall-og-analyse/Loennsomhetsundersoekelse-for-laks-og-regnbueoerret/Matfiskproduksjon-laks-og-regnbueoerret> (Hentet: 15. februar 2021).
- Furuset, A. (2021). *SalMar må ut med 2,3 milliarder kroner for ny havmerd*. IntraFish. Tilgjengelig fra: <https://www.intrafish.no/nyheter/salmar-ma-ut-med-2-3-milliarder-kroner-for-ny-havmerd/2-1-943148> (Hentet: 25. mars 2021).
- Ganti, A. (2021). *Terminal Value (TV)*. Investopedia. Tilgjengelig fra: <https://www.investopedia.com/terms/t/terminalvalue.asp> (Hentet: 24. mars 2021).
- Giæver, H. og Christensen, J. (2020). *Regjeringen dropper omstridt skatt – foreslår avgift på 500 millioner i stedet*. Dagens Næringsliv. Tilgjengelig fra: <https://www.dn.no/politikk/oppdrett/skatt/grunnrenteskatt/regjeringen-dropper-omstridt-skatt-foreslar-avgift-pa-500-millioner-i-stedet/2-1-806910> (Hentet: 10. april 2021).

Grieg Seafood (2021). *Quarterly Report Q4 2020*. Tilgjengelig fra: <https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/2f7f3f16ecd683ba41bdd243924b36d1a0c82b6f.pdf> (Hentet: 14. april 2021).

Grieg Seafood (u.å.). *About us*. Tilgjengelig fra: <https://griegseafood.com/about-us> (Hentet: 10. februar 2021).

GSI (2020). *Sustainable Salmon Farming: The Future of Food*. Tilgjengelig fra: https://globalsalmoninitiative.org/files/documents/GSI_Handbook_2020.pdf (Hentet: 10. februar 2021).

Hartwig, K. (2021). *Kronen styrkes: Billigste dollar siden 2018*. Dagens Næringsliv. Tilgjengelig fra: <https://www.dn.no/makroekonomi/valuta/krone/kronekursen/kronen-styrkes-billigste-dollar-siden-2018/2-1-939737> (Hentet: 25. februar 2021).

Hayes, A. (2020) *Enterprise value-to-sales - EV/Sales definition*. Investopedia. Tilgjengelig fra: <https://www.investopedia.com/terms/e/enterprisevaluesales.asp> (Hentet: 14. april 2021).

Hayes, A. (2021). *Cost of Capital*. Investopedia. Tilgjengelig fra: <https://www.investopedia.com/terms/c/costofcapital.asp> (Hentet: 22. februar 2021).

Hovland, K. M. (2019) *Utvalg foreslår omstridt ekstraskatt på Laks*. E24. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/boers-og-finans/i/xPdQon/utvalg-foreslaar-omstridt-ekstraskatt-paa-laks> (Hentet: 25. februar 2021).

Hvas, M., Folkedal, O. og Oppedal, F. (2019). *Havbasert oppdrett – hvor mye vannstrøm tåler laks og renseskjold?* Havforskningsinstituttet. Tilgjengelig fra: <https://www.hi.no/hi/nettrapporter/rapport-fra-havforskningen-2019-37> (Hentet: 25. februar 2021).

Hykkerud, E. (2020) *Oppdrettslaksen må endre dietten for miljøet*. NRK. Tilgjengelig fra: <https://www.nrk.no/tromsogfinnmark/soya-fra-brasil-gjor-norsk-laks-mindre-miljoennlig-1.14897192> (Hentet: 27. april 2021).

iLaks. (2018). *SalMar nekter å betale millionbot etter rømming - må møte i retten*. Tilgjengelig fra: <https://ilaks.no/salmar-nekter-a-betale-millionbot-etter-romming-ma-mote-i-retten/> (Hentet: 25. februar 2021).

Investikon. (2018). *Beta*. Tilgjengelig fra: <https://www.investikon.no/beta/> (Hentet: 24. februar 2021).

Investorkilden. (2018). *P/B Guide: Alt du trenger å vite om nøkkeltallet pris/bok*. Tilgjengelig fra: <https://investorkilden.com/nokkeltallanalyse-p-b/> (Hentet: 13. april 2021).

Kenton, W. (2020). *Sensitivity Analysis*. Investopedia. Tilgjengelig fra: <https://www.investopedia.com/terms/s/sensitivityanalysis.asp> (Hentet: 24. mars 2021).

Kenton, W. (2021). *Capital Asset Pricing Model - CAPM*. Investopedia. Tilgjengelig fra: <https://www.investopedia.com/terms/c/capm.asp> (Hentet: 25. februar 2021).

Knudsen, C. (2019). *Store muligheter for fisk på land*. E24. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/naeringsliv/i/9v0JKM/store-muligheter-for-fisk-paa-land> (Hentet: 10. februar 2021).

Knudsen, C. (2021). *SalMar med laksevisjoner til havs for opptil 15 milliarder*. E24. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/hav-og-sjoemat/i/Ky6x26/salmar-med-laksevisjoner-til-havs-for-opptil-15-milliarder> (Hentet: 25. februar 2021).

Kringstad, K. (2019). *Sjømatnæringen skapte for første gang verdier for over 100 milliarder kroner*. NRK. Tilgjengelig fra: <https://www.nrk.no/trondelag/sjomatnaeringen-skapte-verdier-for-over-100-milliarder-kroner-for-forste-gang-1.14664281> (Hentet: 12. april 2021).

Kyst.no. (2021). *Skal bygge verdens største settefiskanlegg for SalMar*. Tilgjengelig fra: <https://www.kyst.no/article/skal-bygge-verdens-stoerste-settefiskanlegg-for-salmar/> (Hentet: 25. februar 2021).

Langli, J. (2016). *Årsregnskapet*. Oslo: Gyldendal Norsk Forlag.

Lederkilden. (u.å.). *EV/EBIT*. Tilgjengelig fra: <https://www.lederkilden.no/ordliste/ev-ebit> (Hentet: 30. mars 2021).

Lerøy Seafood Group (2021). *Q4 2020 Rapport*. Tilgjengelig fra: <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/kvartalsrapporter/q4-2020-rapport.pdf> (Hentet: 14. april 2021).

Lerøy Seafood Group (u.å.). *Om oss*. Tilgjengelig fra: <https://www.leroyseafood.com/no/om-leroy/om-oss/> (Hentet: 10. februar 2021).

Mattilsynet (2021). *Fakta om lakselus og lakselusbekjempelse*. Tilgjengelig fra: https://www.mattilsynet.no/fisk_og_akvakultur/fiskehelse/fiske_og_skjellsykdommer/lakselus/fakta_om_lakselus_og_lakselusbekjempelse.23766 (Hentet: 27. april 2021)

Misund, B. (2021). *Fiskeoppdrett*. Store norske leksikon. Tilgjengelig fra: <https://snl.no/fiskeoppdrett> (Hentet: 9. februar 2021).

Mowi (2020). *Salmon Farming Industry Handbook 2020*. Tilgjengelig fra: <https://mowi.com/it/wp-content/uploads/sites/16/2020/06/Mowi-Salmon-Farming-Industry-Handbook-2020.pdf> (Hentet: 10. februar 2021).

Mowi (2021). *Quarterly Report Q4 2020*. Tilgjengelig fra: https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2021/02/MOWI_Q4_2020_Report.pdf (Hentet: 14. april 2021).

Mowi (u.å.). *About*. Tilgjengelig fra: <https://mowi.com/about> (Hentet: 10. februar 2021).

Norges Bank (2020). *Pengepolitisk rapport 4/20*. Tilgjengelig fra: https://www.norges-bank.no/contentassets/7f54db78676a4e959efabb0233ea1665/ppr_420.pdf?v=12/17/2020131040&ft=.pdf (Hentet: 22. februar 2021).

Norges Bank (2021). *Statsobligasjoner daglige noteringer*. Tilgjengelig fra: <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/> (Hentet: 22. februar 2021).

Norges Bank (u.å.). *Valutakurser*. Tilgjengelig fra: <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Valutakurser/?tab=currency&id=EUR> (Hentet: 25. mars 2021).

Norway Royal Salmon (2021). *Interim Report Q4 2020*. Tilgjengelig fra: https://www.norwayroyalsalmon.com/files/10/NRS_Interim_Report_Q4_2020.pdf (Hentet: 14. april 2021).

Norway Royal Salmon (u.å.). *Kort om NRS*. Tilgjengelig fra: <https://www.norwayroyalsalmon.com/no/Forside/Kort-om-NRS> (Hentet: 10. februar 2021).

Olsen, S. (2019). *SalMars nye settefiskanlegg i Trøndelag blir verdens største*. iLaks. Tilgjengelig fra: <https://ilaks.no/salmars-nye-settefiskanlegg-i-trondelag-blir-verdens-storste/> (Hentet: 25. mars 2021).

Oslo Børs (u.å.) *SALMAR*. Tilgjengelig fra: <https://live.euronext.com/nb/product/equities/NO0010310956-XOSL> (Hentet: 25. februar 2021).

Proff.no (u.å. a). *Grieg Seafood ASA*. Tilgjengelig fra: <https://proff.no/regnskap/grieg-seafood-asa/bergen/hovedkontortjenester/IFNKVPY10NZ/> (Hentet: 22. februar 2021).

Proff.no (u.å. b). *Lerøy Seafood Group ASA*. Tilgjengelig fra: <https://proff.no/regnskap/ler%C3%B8y-seafood-group-asa/bergen/hovedkontortjenester/IG4P5LO10NZ/> (Hentet: 22. februar 2021).

Proff.no (u.å. c). *Marine Harvest ASA*. Tilgjengelig fra: <https://proff.no/regnskap/marine-harvest-asa/bergen/akvakultur/IFY0ECV000M/> (Hentet: 22. februar 2021).

Proff.no (u.å. d). *Norway Royal Salmon ASA*. Tilgjengelig fra: <https://proff.no/regnskap/norway-royal-salmon-asa/trondheim/n%C3%A6rings-og-nytellesmidler-agentur-og-engros/IEAJJEG10JV/> (Hentet: 22. februar 2021).

Proff.no (u.å. e). *SalMar ASA*. Tilgjengelig fra: <https://proff.no/regnskap/salmar-asa/kverva/hovedkontortjenester/IFVV5WE10NZ/> (Hentet: 22. februar 2021).

PWC (2020). *Risikopremien i det norske markedet*. Tilgjengelig fra: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2020.pdf> (Hentet: 22. februar 2021).

Kyst.no (2021). *Skal bygge verdens største settefiskanlegg for SalMar*. Tilgjengelig fra: <https://www.kyst.no/article/skal-bygge-verdens-stoerste-settefiskanlegg-for-salmar> (Hentet: 14. april 2021).

Rønning, B. (2014). *Hvilket lakseselskap er billigst?* Nordnet. Tilgjengelig fra: <https://www.nordnet.no/blogg/hvilket-lakseselskap-er-billigst/> (Hentet: 24. april 2021).

SalMar (2017). *Årsrapport 2016*. Tilgjengelig fra: <https://hugin.info/138695/R/2099114/799620.pdf> (Hentet: 24. mars 2021).

SalMar (2018). *Årsrapport 2017*. Tilgjengelig fra: <https://hugin.info/138695/R/2188426/846510.pdf> (Hentet: 24. mars 2021).

SalMar (2019a). *Bærekraftsrapport 2018*. Tilgjengelig fra: <https://hugin.info/138695/R/2242686/885274.pdf> (Hentet: 11. februar 2021).

SalMar (2019b). *Årsrapport 2018*. Tilgjengelig fra: <https://hugin.info/138695/R/2242686/885273.pdf> (Hentet: 24. mars 2021).

SalMar (2020a). *20 største aksjonærer*. Tilgjengelig fra: <https://www.salmar.no/20-storste-aksjonærer/> (Hentet: 21. april 2021).

SalMar (2020b). *Årsrapport 2019*. Tilgjengelig fra: <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/413c9d3e-52de-4086-9c1c-87a6d3b97c17> (Hentet: 24. mars 2021).

SalMar (2021). *Kvartalsrapport Fjerde kvartal 2020*. Tilgjengelig fra: <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/ccc65353-c931-4f66-8a16-d8fcda80bd9a> (Hentet: 21. april 2021).

SalMar (u.å. a). *Historie*. Tilgjengelig fra: <https://www.salmar.no/historie/> (Hentet: 9. februar 2021).

SalMar (u.å. b). *InnovaMar - fra drøm til virkelighet*. Tilgjengelig fra: <https://www.salmar.no/innovamar-fra-drom-til-virkelighet/> (Hentet: 25. mars 2021).

SalMar (u.å. c). *SalMar i dag*. Tilgjengelig fra: <https://www.salmar.no/salmar-i-dag/> (Hentet: 9. februar 2021).

SalMar (u.å. d). *Strategi & Visjon*. Tilgjengelig fra: <https://www.salmar.no/strategi-visjon/> (Hentet: 21. april 2021).

Soltveit, T. (2020). - *Innovanor er et konkret eksempel på hva havbruksnæringen betyr langs kysten*. Kyst. Tilgjengelig fra: <https://www.kyst.no/article/innovanor-er-et-konkret-eksempel-paa-hva-havbruksnaeringen-betyr-langs-kysten/> (Hentet: 25. mars 2021).

Statistisk sentralbyrå (2020). *Akvakultur*. Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/statistikker/fiskeoppdrett/aar> (Hentet: 9. februar 2021).

- Statistisk sentralbyrå (2021). *Utenrikshandel med varer*. Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/utenriksokonomi/statistikker/muh/aar> (Hentet: 11. februar 2021).
- Strømmen, K., Yongbin, F., Stoksvik, M., Skjeseth, H., Kalajdzic, P. og Gran, M. (2020). *Norsk laks friskmeldt i Kina – må likevel slåss for sitt rykte*. NRK. Tilgjengelig fra: <https://www.nrk.no/urix/norsk-laks-friskmeldt-i-kina--ma-likevel-slass-for-sitt-rykte-1.15056367> (Hentet: 12. februar 2021).
- Thomas, R. og Gup, B (2010). *The Valuation Handbook*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Trana, K. og Steinum, S. (2016). *Skrekkbilder fra oppdrettsanlegg på Frøya*. NRK. Tilgjengelig fra: <https://www.nrk.no/trondelag/skrekkbilder-fra-oppdrettsanlegg-pa-froya-1.13221944> (Hentet: 17. februar 2021).
- Tveit, K. (2008). - *Vi er best i verden*. Kyst. Tilgjengelig fra: <https://www.kyst.no/article/vi-er-best-i-verden/> (Hentet: 17. februar 2021).
- Zakamulin, D. (2019) *Hvordan bruke P/E Ratio*. Nordnet. Tilgjengelig fra: <https://www.nordnet.no/blogg/hvordan-bruke-p-e-ratio/> (Hentet: 14. april 2021).

