

Joakim Husevåg Synnes  
Markus Aleksandersen Kjølstad  
Vegard Ranum Lybæk  
Ajaz Jalall Shakori

## Verdsettelse av SalMar ASA

Bacheloroppgave i Finansiell styring AF 3015  
Veileder: Hans Marius Eikseth  
April 2022



Joakim Husevåg Synnes  
Markus Aleksandersen Kjølstad  
Vegard Ranum Lybæk  
Ajaz Jalall Shakori

## **Verdsettelse av SalMar ASA**

Bacheloroppgave i Finansiell styring AF 3015  
Veileder: Hans Marius Eikseth  
April 2022

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet  
Fakultet for økonomi  
NTNU Handelshøyskolen



Kunnskap for en bedre verden



## **Forord**

For forfatterne er denne oppgaven avsluttende på bachelorgraden Økonomi og Administrasjon i regi av NTNU handelshøyskolen i Trondheim våren 2022. Oppgaven er innenfor spesialiseringen Finansiell Styring, og utgjør 7,5 studiepoeng via AF3015 Bacheloroppgave i finansiell styring.

Denne oppgaven har vært en unik mulighet til å kombinere fagkunnskaper vi har tilegnet oss gjennom bachelorstudiet. Videre har det også vært en god mulighet for å praktisere finansiell kunnskap på en spesifikk oppgave. Samtidig har oppgaven gitt oss god innsikt i oppdrettsnæringen, og selskapet SalMar ASA.

Vi ønsker til slutt å benytte forordet til å rette en stor takk til vår veileder Hans Marius Eikseth.

*Innholdet i denne oppgaven står for forfatternes regning*

## Sammendrag

Denne oppgavens problemstilling er “*Hva er verdien av SalMar ASA per 31.12.2021?*”. For å besvare denne problemstillingen har vi benyttet oss av sekundærdata som er tilgjengelig i markedet. Årsrapporter, kvartalsrapporter, selskapets hjemmeside, avisartikler og andre finansielle kilder er dermed hyppig brukt. For å besvare oppgaven best mulig er teksten delt opp i flere kapitler for å best mulig tilnærme seg verdsettelsen av selskapet.

I det første kapitlet innledes oppgaven med vår motivasjon og grunnlag for oppgaven videre. I kapittel 2 presenteres oppdrettsbransjen og SalMar ASA som selskap, samtidig som vi foretar en kort markedsanalyse. I det tredje kapitlet foretar vi en strategisk analyse av selskapet.

Den strategiske analysen er delt opp i en intern analyse hvor SWOT benyttes og en eksternt analyse hvor Porters Five Forces og PESTEL benyttes. Samlet gir dette et godt grunnlag for å vurdere SalMars strategiske posisjonering i markedet. I kapittel 4 blir det foretatt en regnskapsanalyse. Vurdering av selskapets regnskap gjøre med grunnlag i nøkkeltall innenfor lønnsomhet, finansiering, soliditet og likviditet. Dette skal gi en støtte til de markedsbaserte tallene og forteller hvordan selskapet har prestert regnskapsmessig de siste årene.

Nøkkeltallene vil også sammenlignes med konkurrentene.

I kapittel 5 utarbeides det en prognose for fremtidige kontantstrømmer i form av en fri kontantstrøm. I kapittel 6 foretas det en finansiell analyse for å komme frem til en WACC for selskapet. Dette settes så sammen i kapittel 7, hvor en fundamental analyse blir foretatt på grunnlag av prognosen for kontantstrøm og funnene i den finansielle analysen. Deretter vil vi i kapittel 8 foreta en multippelanalyse for å verdsette selskapet sammenlignet med andre i bransjen. Til sist vil resultatene utsettes for kritikk gjennom en sensitivitetsanalyse og en generell kritikk av oppgaven før vi kan konkludere.

For å finne fram til et kursmål valgte vi å vekte DCF- og dividendemodellen 90% og multippelanalysen 10%. Videre ble DCF-metoden vektet 80% og dividendemodellen 20% i den fundamentale verdsettelsen. Dette ga oss et vektet kursmål på 692,94 NOK.

Sammenlignet med aksjekursen per 31.12.2021 på 608 NOK vil vi komme med en kjøpsanbefaling.

## Abstract

The issue of this paper is “*What is the value of SalMar ASA by the 31.12.2021?*”. To answer this issue, we have used secondary sources available in the market. We therefore use Annual reports, quarterly reports, the company’s homepage, new articles, and other financial sources throughout the paper. To give the best possible structure, the paper is segmented into several chapters.

In the first chapter, we declare our motivation and approach for the paper. In chapter 2 we present the industry and SalMar ASA as a company, while conducting a short market analysis. In the third chapter, we conduct a strategic analysis. Here, we look at the company internally using a SWOT analysis, and externally using Porters Five Forces and PESTEL. This gives us a good groundwork to gauge the company’s strategic position in the market. In chapter 4 we conduct an analysis of the company’s accounting numbers. The analysis is done using key numbers considering profitability, financing, solidity, and liquidity. This supplements the market-based numbers and tells the story of how the company has performed according to their book values.

In chapter 5 we forecast the future free cash flow. In chapter 6, we conduct a financial analysis to get the WACC for the company. This is combined in chapter 7 where a fundamental analysis is conducted using the free cash flow forecast and our findings from the financial analysis. We then perform a comparative analysis in chapter 8, valuing the company by comparing it to its peers. Finally, we discuss and criticize our results using a sensitivity-analysis before concluding.

In order to find the stock price we have weighted DCF- and dividend model 90% and the multiple analysis 10%. Of our 90% allocated to the DCF- and dividend model, the DCF model is weighted 80% and the dividend model 20%. This gives us a weighted stock price of 692,94 NOK. Compared to the stock price per 31.12.2021 of 608 NOK we recommend purchasing the stock.

## Innholdsfortegnelse

1 Innledning.....	1
1.1 Motivasjon.....	1
1.2 Problemstilling.....	1
1.3 Avgrensning.....	1
1.4 Oppbygning.....	2
2 Selskaps- og bransjebeskrivelse.....	2
2.1 Bransjen.....	2
2.1.1 Historie.....	3
2.2 Om SalMar.....	4
2.2.1 Historie.....	4
2.2.2 Visjon, strategi og målsetninger.....	5
2.2.3 Driften av SalMar ASA i dag.....	5
2.2.4 Om aksjen og utviklingen de siste årene.....	6
2.3 Markedsanalyse.....	8
2.3.1 Eterspørsel.....	8
2.3.2 Tilbud.....	9
3. Strategisk analyse.....	11
3.1 Intern analyse.....	11
3.1.2 SWOT.....	12
3.2 Ekstern analyse.....	14
3.2.1 Porter's Five Forces.....	14
3.2.2 PESTEL.....	15
3.3 Oppsummering av strategisk analyse.....	17
4. Regnskapsanalyse.....	18
4.1 Lønnsomhet.....	18
4.1.1 Totalkapitalrentabilitet.....	19
4.1.2 Egenkapitalrentabilitet.....	20
4.1.3 Driftsmargin.....	21
4.2 Finansiering.....	22
4.2.1 Finansieringsgrad 1.....	22
4.2.2 Arbeidskapital.....	23



4.3 Soliditet .....	24
4.3.1 Egenkapitalandel .....	24
4.3.2 Gjeldsgrad .....	26
4.4 Likviditet .....	27
4.4.1 Likviditetsgrad 1 .....	27
4.4.2 Likviditetsgrad 2 .....	28
4.5 Drøfting og oppsummering .....	30
5. Prognose av fremtidige kontantstrømmer .....	31
5.1 Driftsinntekter .....	31
5.2 Driftskostnader .....	33
5.2.1 Varekostnader .....	34
5.2.2 Lønnskostnader .....	35
5.2.3 Andre driftskostnader .....	36
5.2.4 Prognose av fremtidige kostnader .....	36
5.3 Avskrivninger, nedskrivninger og investeringer .....	36
5.3.1 Avskrivninger og nedskrivninger .....	36
5.3.2 Investeringer .....	37
5.4 Arbeidskapital .....	38
5.5 Fri kontantstrøm .....	39
5.6 Terminalverdi .....	39
6. Finansiell analyse .....	40
6.1 Kapitalverdimodellen (CAPM) .....	40
6.1.1 Markedets risikopremie .....	40
6.1.2 Risikofri rente .....	40
6.1.3 Aksjebeta .....	41
6.1.4 Avkastning på egenkapital .....	42
6.2 WACC .....	43
6.2.1 Egenkapital- og gjeldsandel .....	43
6.2.2 Gjeldskostnad .....	43
6.2.3 Utregning av WACC .....	44
7 Fundamental analyse .....	44
7.1 DCF metoden .....	44
7.2 Dividendemodellen .....	45
8. Multippelanalyse .....	45
8.1 P/E Ratio - (Pris til fortjeneste) .....	46
8.2 Price/Book .....	47

8.3 EV/EBITDA og EV/EBIT .....	48
8.4 EV/KG.....	50
8.4 Drøfting og oppsummering .....	51
9. Sensitivitetsanalyse .....	51
9.1.1Aksjebeta og risikofri rente .....	52
9.1.2 Endring i vekstrate og avkastningskrav .....	53
10. Drøfting og konklusjon .....	54
11. Kritikk.....	55
11. Referanser .....	56

## Figurliste:

Figur 1: Global produksjon av oppdrettet atlantisk laks. ....	3
Figur 2: Utvikling av SalMar-aksjen .....	7
Figur 3: Største eksportområder for Sjømat .....	9
Figur 4: Forventet vekst i markedet .....	10
Figur 5: Utvikling av total kapitalrentabilitet .....	19
Figur 6: Utvikling av Egenkapitalrentabilitet .....	20
Figur 7: Utvikling av Driftsmargin .....	21
Figur 8: Utvikling av Finansieringsgrad 1 .....	23
Figur 9: Utvikling av Arbeidskapital .....	24
Figur 10: Utvikling av Egenkapitalandelen .....	25
Figur 11: Utvikling av Gjeldsgraden .....	26
Figur 12: Utvikling av Likviditetsgrad 1 .....	28
Figur 13: Utvikling av Likviditetsgrad 2 .....	29
Figur 14: Regresjonslinje beta SalMar .....	42

## Tabelliste:

Tabell 1: Total kapitalrentabilitet .....	19
Tabell 2: Egenkapitalrentabilitet .....	20
Tabell 3: Driftsmargin .....	21
Tabell 4: Finansieringsgrad 1 .....	22

Tabell 5: Arbeidskapital .....	24
Tabell 6: Egenkapitalandel .....	25
Tabell 7: Gjeldsgrad .....	26
Tabell 8: Likviditetsgrad 1.....	27
Tabell 9: Likviditetsgrad 2.....	29
Tabell 10: Driftsinntekt.....	31
Tabell 11: Laksepris .....	32
Tabell 12: Fremtidig forventet laksepris .....	32
Tabell 13: Endring i slaktevolum. ....	33
Tabell 14: Driftsinntekt som følge av laksesalg .....	33
Tabell 15: Varekostnader .....	34
Tabell 16: Utvikling varekostnader.....	34
Tabell 17: Lønnskostnader .....	35
Tabell 18: Andre driftskostnader.....	36
Tabell 19: Prognose av driftskostnader .....	36
Tabell 20: Avskrivninger og nedskrivninger .....	37
Tabell 21: Gjennomsnittlig vekst i avskrivninger.....	37
Tabell 22: Investeringer.....	38
Tabell 23: Arbeidskapital.....	39
Tabell 24: Prognose av arbeidskapital.....	39
Tabell 25: Prognose av frie kontantstrømmer. ....	39
Tabell 26: Betaverdi SalMar .....	41
Tabell 27: Gjeldskostnad.. ....	43
Tabell 28: Nåverdiberegning. ....	44
Tabell 29: P/E analyse.....	46
Tabell 30: SalMar aksjekurs basert på bransjens P/E.....	46
Tabell 31: P/B analyse. Tall i hele 1000. ....	47
Tabell 32: SalMars aksjekurs basert på bransjens P/B .....	48
Tabell 33: EV tabell. Tall i hele 1000.....	49
Tabell 34: Bransjens EV/EBITDA .....	49
Tabell 35: SalMars aksjekurs basert på EV/EBIT.....	50
Tabell 36: EV/KG tabell.....	50
Tabell 37: SalMars aksjekurs EV/KG .....	51
Tabell 38: Gjennomsnittlig aksjekurs multippelanalyse.....	51
Tabell 39: Sensitivitetsanalyse av aksjebeta og risikofri rente.....	52
Tabell 40: Sensitivitetsanalyse av vekstrate og avkastningskrav .....	53
Tabell 41: Sensitivitetsanalyse av slaktevolum .....	54

# 1 Innledning

## 1.1 Motivasjon

I den innledende fasen til oppgaveskrivingen ble flere selskaper vurdert. Kriteriene for valg av selskap var at selskapet var notert på børs og at det hadde regnskapsinformasjon for minimum de siste 5 årene. Samtidig så gruppen etter et selskap hvor informasjon var lett tilgjengelig, og driften til selskapet var forståelig uten spesiell teknisk kunnskap. Til slutt ønsket vi også et selskap vi hadde interesse for å skrive om. Valget falt da på SalMar ASA.

For det første er SalMar et av de største børsnoterte oppdrettsselskapene i Norge, og har mye tilgjengelig informasjon, samtidig som de ofte er omtalt i media. Vi oppdaget at driften av SalMar var både spennende og forståelig når vi fikk lest oss opp. SalMar ga også inntrykk av å være et selskap i vekst. Både ved oppkjøp av andre selskaper, og fremtidsrettede investeringer som Ocean Farm 1. Når selskapets hovedkontor ligger på øyen Frøya langs trøndelagskysten, ble valget naturlig. Oppmerksomheten ble deretter rettet mot å kunne bruke modeller og metoder fra tidligere fag for å undersøke SalMars strategiske posisjonering, regnskap og aksjekurs. Samlet utgjorde dette forfatterens motivasjon for å velge SalMar.

## 1.2 Problemstilling

Oppgavens formål blir dermed å gi en verdsettelse, altså estimert aksjekurs for SalMar.

Problemstillingen blir dermed:

“Hva er SalMar ASA verdt per 31.12.2021?”

Denne problemstillingen er standardisert for alle som velger verdsettelse som tema på bacheloroppgaven. Hvordan oppgaven går frem for å besvare denne problemstillingen blir avklart i oppbygningen.

## 1.3 Avgrensning

Oppgaven vil selvsagt basere seg på offentlig tilgjengelig data, altså sekundærdata. Dette inkluderer årsrapporter, kvartalsrapporter, avisartikler og informasjon fra selskapets hjemmeside. Der det blir nødvendig å benytte seg av historiske data vil dette være begrenset

til årene 2017-2021. Tallene for 2021 blir estimert i fjerde kvartalsrapport, og er dermed noe usikre. Vi vil rette et kritisk øye mot dette når vi skal kritisere oppgaven.

I oppgaven har vi begrenset oss til det norske markedets største offentlige aktører når vi sammenligner SalMar med andre selskaper. Selskapene som blir brukt for sammenligning med SalMar er Mowi ASA, Lerøy ASA, Norwegian Royal Salmon ASA og Grieg Seafood ASA. I oppgaven vil disse selskapene bli omtalt som “konkurrenter”. Samtidig utgjør de også de tallmessige grunnlaget for det vi omtaler som “bransjen” til SalMar.

## 1.4 Oppbygning

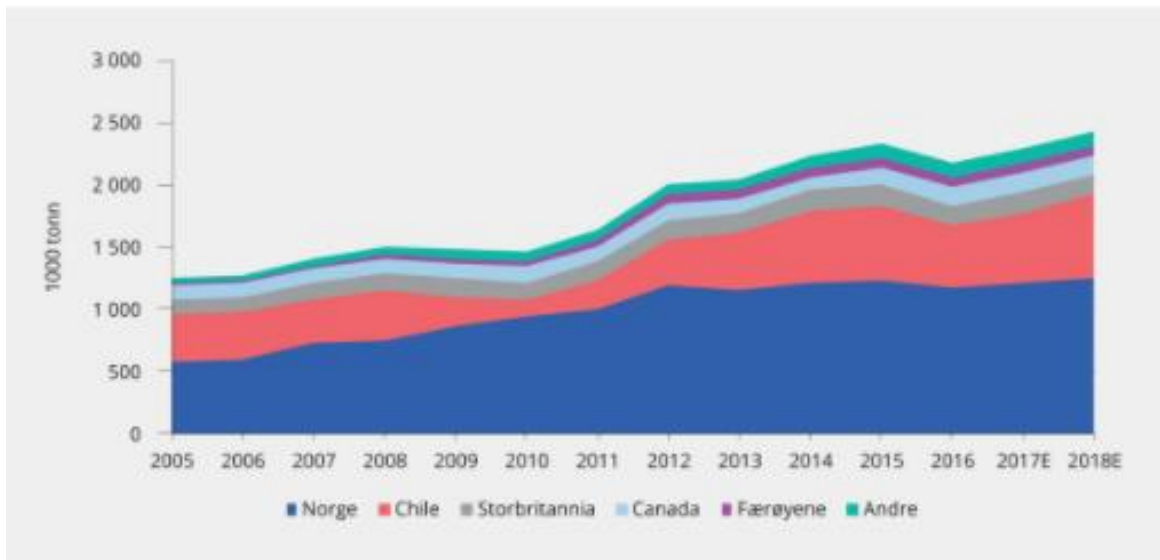
Oppgaven vil starte med en beskrivelse av SalMar som bedrift og en beskrivelse av oppdrettsbransjen. Videre vil selskapets strategiske posisjon vurderes ved hjelp av interne og eksterne analyser. Deretter vil selskapets regnskapsmessige posisjon vurderes, og sammenlignes med SalMars konkurrenter. Dette hjelper oss å danne en grunnleggende forståelse for selskapet. I de følgende delene vil selskapet bli verdsatt. Først ved at vi utarbeider prognoser for fremtidige kontantstrømmer, finner WACC og regner ut en selskapsverdi basert på DCF metoden. Deretter vil selskapet bli verdsatt ved hjelp av en multippel analyse. Til slutt vil vi kritisere oppgaven før vi diskuterer resultatene og konkluderer.

## 2 Selskaps- og bransjebeskrivelse

### 2.1 Bransjen

Fiskeoppdrett kan vi definere som avling av fisk, fra befruktning til klekking for å så sende de til forskjellige senter for foredling. Det er mest laks i Norge, men vi har også noen senter for ørret.

Laks står for 93.9 % av all sjømat som ble produsert i Norge i 2019. Mye av dette blir eksportert til andre land. Det er mange som driver med oppdrett i Norge, men en av de største av er SalMar ASA. I 2018 så produserte verden 2 418 000 tonn laks og Norge sto bak 52% av det. (Regjeringen, NOU 2019:18)



Figur 1: Global produksjon av oppdrettet atlantisk laks. (Regjeringen 2019)

### 2.1.1 Historie

Vi har hatt fiskeoppdrett i verden i snart 4000 år. Det begynte med karpefisker i Kina. I Norge så begynte vi med fiskeoppdrett rundt 1950. Den lange kystlinjen med de mange fjordene skapte perfekte forhold for det som nå er hovedsakelig hovedarenaen for lakseoppdrett.

Vi kan skille mellom tre perioder som har formet fiskeoppdrettet til det som er i dag.

Startfasen fra 1950-1970

Gjennombruddet 1970-1992

Rekonstruksjonen 1992-

Fram til 1970 så var det mye eksperimenter med laks- og ørretproduksjon i kontrollerte områder. Det var ikke før 1970 at det ble tatt i bruk flytte merder for å effektivisere fiskeoppdrettet og kutte kostnadene. I 1992 så kom det en ny lov som endret litt på hvordan fiskeoppdrett foregikk. Dette var resultatet av årevis med overproduksjon i forhold til etterspørselen. Prisene stupte, og mange måtte legge ned driften og gikk konkurs. Den strukturelle endring gjorde at vi fikk flere store produksjoner og små virksomheter måtte stenge dørene. Det ble nemlig lov til å ha mer en konsesjon per eier. Det var ikke mer «lokalt» oppdrett og mye utenlandsk kapital var interessert i de store fiskeoppdretterne. Dette førte til det sterke eierskapet vi ser rundt norsk havbruk.

Fiskeoppdrett generelt kan vi dele i tre faser.

1. Stamfiskproduksjon
2. Yngelproduksjon/Settefiskproduksjon
3. Matfiskproduksjon

Stamfisker starter prosessen gjennom befruktet rogn og det tar ca. 60 dager frem til det foregår klekking. 25 dager etter at klekkingen prosessen er i gang så blir rognen øyerogn. Dette blir også kalt yngelen. Yngelen flyttes så over til store fiskekar og i 6-8 uker så fores de opp her før de er klare for de store matfisk-anleggene. Etter 12 måneder så er det da klart for slakting og fisken blir fraktet via ventemerder til anleggene (Norges fiskeri- og kysthistorie, Bind 5, 2014).

## 2.2 Om SalMar

SalMar ASA er et norsk selskap som driver oppdrett, slakt og bearbeiding av laks. Selskapet holder i dag til på Frøya i Sør-Trøndelag. Her ligger også deres hovedanlegg for slakting og bearbeiding, InnovaMar, sammen med deres hovedkontor. I tillegg driver også selskapet InnovaNor og på Senja i Nord-Norge og Vikenco på Aukra i Møre og Romsdal. Selve oppdretten av laksen foregår langs kysten, fra Møre og Romsdal til Troms og Finnmark. Selskapet er eid av Gunnar Witzøe gjennom hans eierskap av 93,02% av Kverva AS, som gir eierskap til 52,46% av aksjene i SalMar. Kverva AS fungerer som et holdingselskap for eierskapet i SalMar ASA. Gunnar Witzøe har også sittet som konsernsjef frem til Linda L.Aase tok over driften 01.03.22. Informasjon under denne delen av teksten er stort sett hentet fra selskapets hjemmeside og Kverva AS sin hjemmeside. Andre kilder blir henvist i teksten.

### 2.2.1 Historie

Selskapet SalMar ble grunnlagt i februar 1991 på Frøya i Sør-Trøndelag av Gunnar Witzøe. Etableringen hadde sin bakgrunn i et oppkjøpt konkursbo som bestod av en konsesjon for oppdrett av laks og et bearbeidingsanlegg for dette. Dette medførte også en endring i norsk oppdrettsnæring, hvor fisken nå ble prosessert og videreforedlet fremfor å bli eksportert som sløyd fisk. SalMar har i de videre år hatt en kraftig vekst som selskap, som de selv beskriver

som *“eventyrlig”* (SalMar, u.å.). SalMars historie videre, skulle dermed handle om oppkjøp, vertikal integrasjon og internasjonalisering.

I år 2000 kjøpte SalMar 49% av aksjene i Senja Sjøfarm AS og etablerte seg med dette i regionen Midt-Norge. I 2006 foretok de oppkjøp av de resterende aksjene i selskapet. I 2001 etablerte de seg for første gang internasjonalt ved 50% eierskap i Scottish Sea farms Ltd. sammen med Lerøy som eier de resterende 50%. Etter dette har SalMar fortsatt å kjøpe eierandeler/kjøpe opp en rekke andre selskaper, blant annet Arctic Salmon AS, Halså Fiskeoppdrett AS, Henden Fiskeoppdrett AS, Volstad Seafood AS, RaumaGruppen AS med flere. For å få drive lakseoppdrett trenger man konsesjoner. Det er gjennom oppkjøpene at SalMar har tilegnet seg flere av disse konsesjonene. Samtidig har de også kjøpt disse direkte. For eksempel kjøpte de 10 konsesjoner fra Villa Arctic AS i 2012. SalMar fungerer dermed i dag som et vertikalt integrert oppdrettskonsern, med flere datterselskap og konsesjoner i Norge, Island og Skottland.

#### 2.2.2 Visjon, strategi og målsetninger

SalMar har en visjon om å *“bli verdens beste oppdrettsselskap”* (SalMar, u.å.). Denne skal de nå gjennom visjonen *“passion for salmon”* (SalMar, u.å.). Med dette settes fokus både på laksens egne betingelser, samtidig som menneskelig interesser og motivasjon står i sentrum. Videre har SalMar to operative strategiske mål:

1. Biologi skal være kostnadsledende- best på operasjonell effektivitet
2. Salg og industri skal sikre optimal anvendelse av laksen for å oppnå den best mulige prisen

(SalMar, u.å.)

Dette er målsettinger som SalMar har hatt i flere år. Ifølge SalMar selv er disse målsetningene hva som har tillatt dem en ledende posisjon i den globale laksenæringen, og hva som kommer til å holde dem der de kommende årene.

#### 2.2.3 Driften av SalMar ASA i dag

SalMar ASA består i dag som et stort, vertikalt integrert konsernselskap med omtrent 1700 ansatte. Prosessen fra stamfisk og øyerogn av laks til salg starter ved produksjonen av smolt.



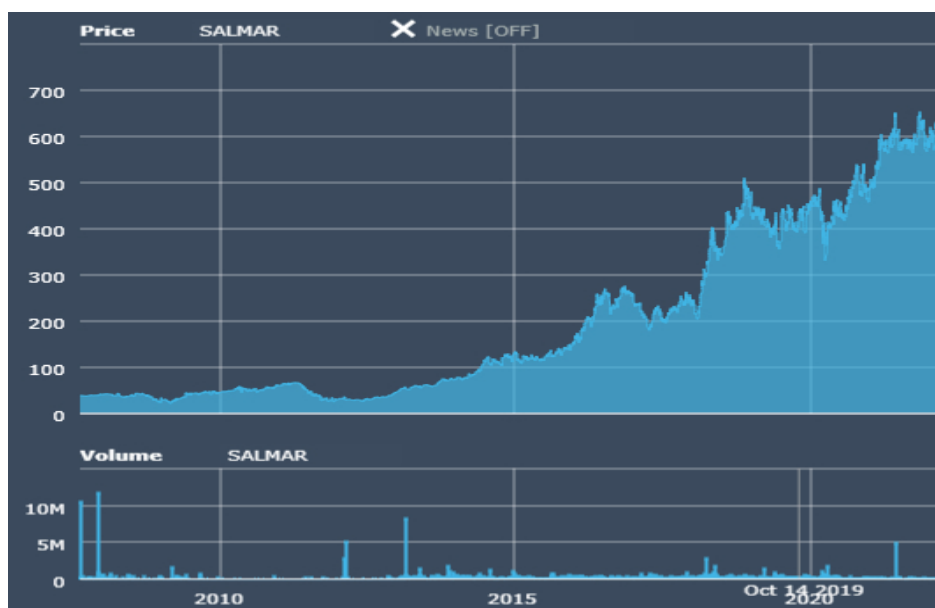
Smolt er *“en betegnelse på ungfisk av anadrome laksefisk (laks, ørret og røye) som er klare for utvandring fra ferskvann til saltvann”* (Vøllestad, 2021). Tilgangen på god smolt er avgjørende for SalMars virksomhet. Dermed har de 5 klekkeri og settefiskanlegg i Midt-Norge samt 1 i Nord-Norge og er med dette selvforsynte med smolt av god kvalitet.

Selve oppdretten av laksen foregår i segment Midt-Norge, segment Nord-Norge og segmentet Icelandic Salmon. For å få drive oppdrett trenger man konsesjoner på hvor mye levende biomasse man kan ha i sjøen til en tid. Her har SalMar 64 038 tonn MTB (maksimal tillatt biomasse) i segment Midt-Norge, 38 251 MTB i Nord-Norge og 25 200 MTB gjennom Icelandic Salmon. I denne fasen vokser smolten om til matfisk i merder. Dette er da notposer som henger fritt i sjøen festet i flyte-enheter. Her påvirkes fisken av foring, lys og vannkvalitet, og dette er det er dermed viktig at SalMar er innovative og ledende innen disse aspektene. Spesielt ettersom dette har stor innvirkning på deres mål om kostnadsledelse. (Fiskeridirektoratet, u.å)

Lokal slakting, nært SalMars geografiske segmenter har vist seg viktige både for å dra skalafordeler, bidra til lokal verdiskapning og miljømessige fordeler. Dermed slaktes det meste av segmentet Midt-Norge ved InnovaMar på Frøya, og det samme gjelder InnovaNor for segmentet Nord-Norge. I disse anleggene pakkes og videreforedles også fisken til et sluttprodukt. Her er innovasjon og teknologi viktige elementer for å sikre et godt sluttprodukt. Med dette kontrollerer SalMar hele verdikjeden. Selve salget blir gjort av SalMars eget salgssapparat eller gjennom samarbeidspartnere. Fisken selges som hel sløyd laks, filtrert eller porsjonert, både fersk og frossen til markeder i hele verden.

#### 2.2.4 Om aksjen og utviklingen de siste årene

Den 8.Mai 2007 ble selskapet børsnotert på Oslo Børs hovedliste. Den første dagen handlet selskapet for 39 kr og det ble solgt 270315 aksjer. Til sammenligning handlet selskapet per 30.12.2021 for 608 kr. Det må kunne antas at dette stammer fra en vekst i selve selskapet under samme tidsperioden. Vekst i selskapet kan også vises til i for eksempel slaktevolum. Det første året SalMar registrerte totalt volum slaktet var i 2000, hvor 11 000 tonn fisk ble slaktet. Til sammenligning ble det i 2020 slaktet 173 500 tonn fisk. Spørsmålet videre i oppgaven blir da i stor grad om SalMar forventes å kunne fortsette denne veksten. Samtidig blir det også viktig å vurdere i hvilken grad aksjeprisen tar hensyn til fremtidig vekst. (Euronext, 2022)



Figur 2: Utvikling av SalMar-aksjen (Euronext, 2022)

At SalMar ASA har gått fra et selskap tuftet på et konkursbo med bare en konsesjon, til et selskap som slakter 173 500 tonn fisk og har rundt 1700 ansatte vitner om det de selv kaller for en *“eventyrlig utvikling”* (SalMar u.å.). I tillegg vitner det også om at visjonen og strategien SalMar har satt faktisk fungerer og blir oppfylt. Videre viser det også at driften og verdikjeden de har laget har gir selskapet mulighet til vekst. Spørsmålet videre blir da om SalMar vil kunne fortsette å vokse i de kommende årene, og om aksjekursen vil følge etter.

Det kan virke som om SalMar vil fortsette å satse på utvikling og innovasjon. For eksempel har de satset på Ocean Farm 1, som er et pilotprosjekt for verdens første oppdrettsanlegg til havs. Dette er ifølge SalMar selv et svar på fremtidens krav om bærekraft, samt behov for mer og sunnere mat. I nyere år har de også bygd anleggene InnovaMar og InnovaNor, som gir dem større kontroll over verdikjeden. Samtidig er SalMar med i kampen om å kjøpe opp NTS, som igjen eier Salmonor og 68% prosent av Norway Royal Salmon. Det gjeldende budet har en akseptfrist til 29.april og NTS styret har anbefalt aksjonærene å akseptere SalMar sitt bud. (Feratovic, Furuset og TDN Direkt, 2022)

Som alle norske selskaper de siste årene har perioden vært preget av Covid-19 pandemien. Selskapet har blant annet hatt problemer med sykefravær og avbestillinger under pandemien. SalMar ser allikevel ut til å ha kommet seg greit gjennom denne perioden. Faktisk har

slaktevolum gått opp i denne perioden, og driften har i stor grad gått som normalt. Videre vil man også i regnskapsanalysen kunne se hvordan de har klart seg økonomisk gjennom denne perioden. (Redaksjonen, 2022) (Knudsen, 2020)

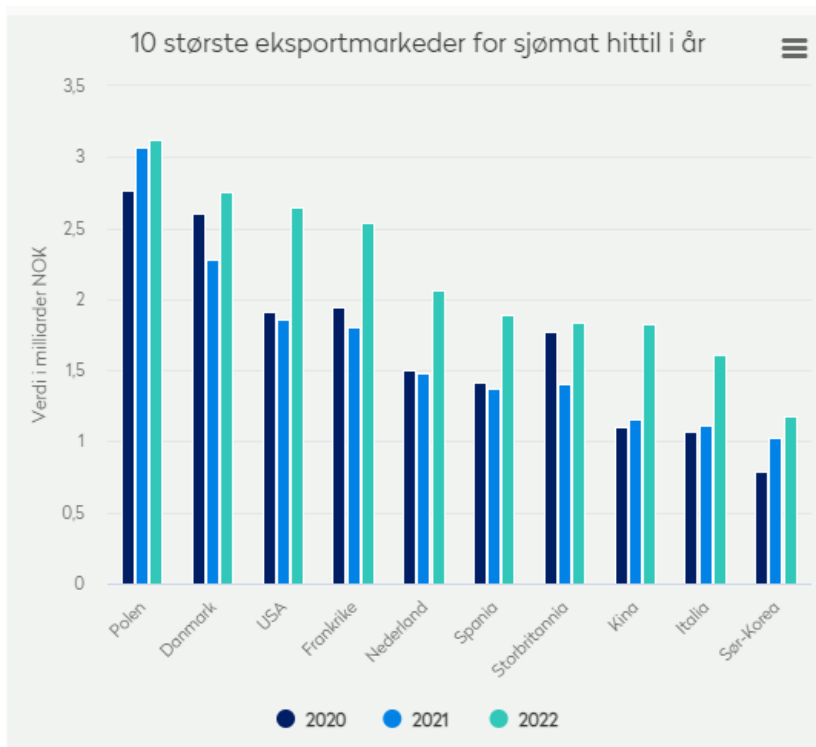
## 2.3 Markedsanalyse

Behovet for mat øker for hvert år og det kommer til å øke mer etter hvert som folketallet fortsetter å øke. Næringer som lakseoppdrett blir verdt mer og etterspørselen kommer til å stige. Norge eksporterte laks til en verdi av 81.4 milliarder kroner i 2021. Oppdrettsnæring blir påvirket av flere faktorer som pris, valutamarkedet og andre makroøkonomiske faktorer.

### 2.3.1 Etterspørsel

Våre matvaner utvikler seg hele tiden og vi er mer fokusert på hva vi får næring av. Laks har vokst til å bli et fast inventar i den norske hjem og generelt i hele verden. Laks har mye protein og Omega-3 å tilby og er et klimavennlig produkt samtidig. Dette er positive faktorer for etterspørselen til laks da mennesker generelt i verden etterspør et sunnere liv for å minimere risikoen for overvekt, og andre sykdommer.

Miljøet har også blitt en viktig faktor for vårt daglige liv. Verden står overfor en global utfordring hvor vi må kutte på CO<sub>2</sub>-utslippet. Innenfor mat så har det vært diskusjoner rundt CO<sub>2</sub>-utslippet våre matvaner har. Sammen med kylling så slipper Laks minst CO<sub>2</sub> per kg og en kan tenke seg at laks kommer til å bli mer ettertraktet for hvert år og potensielt opptre som en erstatte for rødt kjøtt.



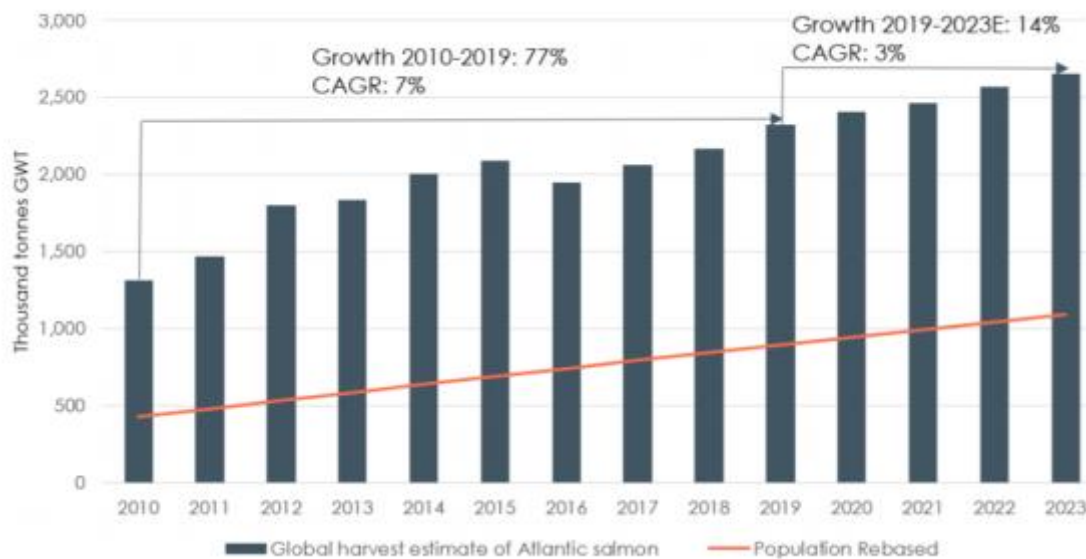
Figur 3: Største eksportområder for Sjømat. (Norges sjømatråd, 2021)

### 2.3.2 Tilbud

Laksenæringen har hatt en god vekt selv med en pandemi som akkurat har påvirket markedet. Produksjonen av atlantisk laks var på hele 808,900 tonn for Q4 av 2021, det er en økning på 4.1% fra året før. Norge leverte 445,400 tonn av dette og det tilsvarer en økning på 10%. Færøyene hadde en økning på hele 48% og resten av det globale markedet meldte om en nedgang for perioden. Det har vært mange utfordringer på veien for den Norske oppdrettslaksen. Sykdommer preget nyhetsbildet en god stund og satte en demper for salg. Dette er faktorer som en ikke kan kontrollere og påvirker det totale volumet for lakseproduksjonen. Sykdommene fører til at laksen må slaktes lenge før den har nådd den ultimate størrelsen for salg og kutter derfor inntektene til oppdretterne. Norske laksen har hatt en topp kvalitet i en lang periode og har ettertraktet i verdensmarkedet. SalMar har økt kapasiteten på produksjonen og har nå anlegg i flere land som Færøyene, Chile og Storbritannia. Den største økning har kommet fra Færøyene. Fra årsrapporten i 2021 ser vi at den største mengden kommer fra Midt-Norge. Det ble slaktet 110,7 tonn kun i 2021.

Prisen til laks i starten av Q4 perioden var på 50,7 kr og økte til hele 64.12kr per Kg. Samme periode i 2020 så var gjennomsnittsprisen 60.08kr. Norske valutaen (NOK) hadde i samme

perioden gått ned 0.6% mot GBP og 0.5% mot USD. I forhold til EUR så hadde den forsterket seg med 1.7% (SalMar, u.å).



Figur 4: Forventet vekst i markedet (Mowi, 2020)

Figuren viser at vi har hatt en vekst på 7% fram til 2019 og forventet CAGR ligger på 3%. Markedet vil dermed ha en lavere vekst fremover i tid. Det er flere grunner til dette. Det kan være flere grunner til dette. Biologiske forhold, mettete områder og andre faktorer som kan sette en demper på veksten.

## Pandemi/Trafikklys reguleringen

Covid-19 gjorde at verden innførte mange restriksjoner i håp om å nedkjempe pandemien og dette påvirket mange markeder i Verden, inkludert lakseoppdrett. Flere bedrifter var for dårlig forberedt på dette og ble tatt på sengen og måtte søke om finansiell hjelp. De effektive vaksinene har derimot gjort at markedet er på vei tilbake og i enkelte felt forbigått pre-pandemi tall. Fiskeoppdrettene har allerede hentet seg inn igjen og markedet har gode prognoser.

Våren 2020 så bestemte regjeringen for å innføre trafikklyssystem i de 13 forskjellige områdene som driver med fiskeoppdrett i Norge. Dette skulle ta vare på den viktige næringen som havbruk er for den norske økonomien. System skal sørge for bærekraftigvekst og enten gi grønt lys til oppdretterne for å fortsette driften og vokse mer eller kutte produksjonen ved et rødt lyst. (iLaks, 2020)

Fargen skulle avgjøres fra hvor mye lus det var i villaksen i området blant annet. Trafikklys systemet skal legge opp til en moderat vekst på 6% annethvert år. (Fiskeridirektoratet 2021)

Veksten på 6% i grønne områder tildeles gjennom to omganger, først til en fast pris og deretter gjennom en auksjon.

Røde områder får da et produksjonskutt på 9.000 tonn for å bevare naturen og miljøet. Dette er mest basert på lakselus som påvirker villaksen i naturen. Regjeringen tar en beslutning på nye farger etter at nye rapporter har blitt gjort offentlig. I 2021 så mente forskerne mente at det var lav risiko for lakselus i 9 områder, moderat i to og høy risiko for lusepåvirkning i to områder. Ti av områdene har ikke fått endret vurdering fra året før. (Regjeringen, 2021)

### 3. Strategisk analyse

For å utforske interne og eksterne forhold som har betydning for bedriften SalMar vil vi utføre en strategisk analyse. Denne analysen vil bestå av Porters femkraftsmodell, PESTEL, VRIO og SWOT. De interne forholdene blir analysert gjennom VRIO og SWOT. Porters Five Forces og PESTEL utforsker makroforholdene. Alle teorier knyttet til de ulike modellene i den strategiske analysen er hentet fra boken «Ledelse i små og mellomstore virksomheter». Samtidig har vi brukt SalMar sine nettsider for å hente informasjon tilknyttet selskapet.

#### 3.1 Intern analyse

##### 3.1.1 VRIO

VRIO (Valuable, Rarity, Imitability, Organization) er en modell som kartlegger bedriftens konkurransefortrinn. Man ser på styrken til de interne ressursene i bedriften. Dette er for å se om ressursene kan gi et langsiktig konkurransefortrinn i forhold til ressurser i konkurrerende bedrifter. Man kan både analysere materielle samt immaterielle ressurser. De immaterielle ressursene kan diskuteres å være de som har størst betydning på hvor suksessrik en bedrift er. Dette fordi de immaterielle ressursene er vanskelig å gjenskape, og etterlignende. Ressurser som kompetanse, kunnskap og organisasjonskultur er eksempler på immaterielle ressurser.

Valuable - Under verdifulle ressurser er det verdt å nevne deres høyteknologiske anlegg som for eksempel InnovaMar. Anleggene er kostnadseffektive og kan derfor sees på som en

verdifull ressurs som kan gi et konkurransefortrinn. En annen verdifull ressurs SalMar besitter er kunnskapen og forskningskompetansen de ansatte sitter med.

Rare – Her skal vi si noe om hvor sjeldne SalMars ressurser er. Kunnskapen de ansatte i SalMar besitter kan være unik og litt annerledes sammenlignet med deres konkurrenter. Hvis dette er tilfellet, vil det være snakk om en sjelden ressurs som kan gi konkurransefortrinn. Det er likevel høyst sannsynlig at konkurrentene til SalMar sitter på omtrent like bra kunnskap, men her kan det være små nyanser som skiller dem fra hverandre. I tillegg har SalMar de kostnadseffektive anleggene InnovaNor og InnovaMar som er med å holde kostnadene deres på et lavt nivå.

Imitability – Teknologi og forskningskompetanse innenfor bransjen er en ressurs som de fleste er gode på, men hvis SalMar sine anlegg er mer kostnadseffektive enn konkurrentene deres kan det antyde at de sitter på kunnskap som konkurrenter ikke har. SalMar gjør da noe som konkurrenter ikke får til å imitere.

Organization – SalMar styrer hele verdikjeden selv. Det innebærer alt fra oppdrett, slakting til salg og distribusjon. Dette gir dem full kontroll over hele prosessen. En slik organisering kan være med å styrke deres fortrinn over konkurrentene ved kontroll og direkte kundekontakt.

### 3.1.2 SWOT

SWOT (Strength, weaknesses, opportunities, Threats) er et analyseverktøy som brukes for å få oversikt over styrker, svakheter, muligheter og trusler for bedriften. I likhet med VRIO ser SWOT på de interne forholdene, men SWOT ser også på eksterne faktorer som trusler og muligheter.

#### **Styrker**

SalMar har et slakte- og foredlingsanlegg som heter InnovaMar. Et av de overordnede målene til dette anlegget er å være verdens mest innovative og effektive anlegg. I tillegg har SalMar et fullintegriert system for oppdrett, slakting, foredling, salg og distribusjon av oppdrettslaks og kontrollerer hele verdikjeden Denne strukturen gir nærhet til både markeder og kunder direkte eller gjennom samarbeidspartnere. Dette er en styrke de har ved at det er en kontrollert og effektiv produksjonsprosess (SalMar, u.å).

Det er også verdt å nevne SalMars Ocean Farm 1 som en styrke. Dette er verdens første oppdrettsanlegg til havs. En annen styrke SalMar har er at de har stordriftsfordeler. Dette har de gjennom et stort slaktevolum med lave tilhørende kostnader. (SalMar, u.å)

### **Svakheter**

Selv om SalMar har eierandeler i utenlandske oppdrettsselskaper, som for eksempel Bekkafrost, har de ingen slakte- og bearbeidingsanlegg i utlandet. Anleggene de har befinner seg i Møre og Romsdal, Trøndelag, og Troms og Finnmark. Det kan være en svakhet at de bare har produksjonsanlegg bare i Norge, i motsetning til konkurrenter som Marine Harvest. Dette er fordi at hvis det skulle skje noe i form av sykdommer eller sanksjoner på anleggene i Norge, kan det få konsekvenser for produksjonen. For eksempel kan utbrudd av lakselus, som er et av de største truslene i bransjen, forekomme. Lokale utbrudd av lakselus kan derfor ramme SalMar hardere enn konkurrenter som har anlegg i utlandet. Samtidig kan lokale værforhold, som for eksempel økte havtemperaturer, skape problemer for produksjon. I 2002 var det høye temperaturer langs vestkysten, noe som førte til at en del laks døde. (Sissener og Asche, 2018)

### **Muligheter**

Som nevnt i forrige avsnitt har SalMar kun slakte- og bearbeidingsanlegg i Norge. En mulighet for selskapet kan da være å ha slike anlegg også i utlandet. Dette vil kunne gjøre de mindre sårbare for de eventuelle negative konsekvensene som vi nevnte ovenfor. Det er imidlertid ikke sikkert SalMar har noen ønske om å starte utenlandsk produksjon, da høye kostnader, konsesjoner og nye anlegg ikke nødvendigvis vil være lønnsomt.

SalMar har to nye anlegg, InnovaMar og InnovaNor, som er regnet for å være moderne og kostnadseffektive. Siden de har så høyt fokus på innovasjon og teknologi gir dette mulighet for utvikling av ny og bedre teknologi som kan redusere kostnadene enda mer.

### **Trusler**

Noen trusler for bedriften kan for eksempel være utbrudd av lakselus og andre sykdommer. I tillegg kan det komme nye lover og reguleringer knyttet til oppdrettsnæringen. Det kan også forekomme politiske konflikter som påvirker handelsnettverket og dermed skape vansker i forhold til eksport. Økte havtemperaturer grunnet klimaendringer kan også være en trussel for oppdrettsbransjen.



## 3.2 Ekstern analyse

### 3.2.1 Porter's Five Forces

Porter sin femkraftsmodell beskriver fem ulike konkurransekrefter i bransjen som bedriften må til enhver tid ta hensyn til. Disse er trusler fra nykommere, eksisterende konkurrenter, leverandører, kundens forhandlingskraft og substitutter.

#### **Eksisterende konkurrenter og potensielle nykommere**

Oppdrettsbransjen er en relativ stor bransje med mange aktører i Norge. Det er disse selskapene som vil være de største konkurrentene til SalMar. Dette er selskap som MOWI, Lerøy, Austevoll Seafood. Siden et fåtall av selskaper står for den største markedsandelen vil det være vanskelig for nykommere å etablere seg. Høye etableringskostnader i bransjen er også en etableringsbarriere. Det vil derfor ikke være en særlig stor trussel for mulige nykommere.

#### **Trussel fra substitutter**

Hvis man ser laks som en matvare vil substitutter være alle typer kjøtt, herunder for eksempel kylling og svin. Man kan også argumentere for at hvis man vil ha et måltid med laks vil de nærmeste substituttene være andre fisketyper, da dette er nærmere laks enn andre type kjøtt. Under andre fisketyper kan man velge mellom hvit fisk som torsk og sei, eller rød fisk som ørret. Man kan tenke seg at forbrukere kan gå over til andre fiskearter hvis det er en kraftig prisstigning på laks, eller at kvaliteten går betydelig ned.

#### **Leverandørens forhandlingsmakt**

SalMar styrer hele verdikjeden selv, dette vil begrense mengden leverandører de er avhengige av. Dette gjør så at de kan holde uventet endringer i pris på ulike produkter stabilt. Derimot er SalMar avhengig av å kjøpe fiskefôr av leverandører. Siden det er av stor betydning for SalMar at de får inn nok fiskefôr kan man si at leverandører har relativt stor forhandlingsmakt. Hvor stor forhandlingsmakt leverandørene har avhenger på mengden aktører som produserer fiskefôr. Hvis det er få leverandører, vil de kunne ha mer makt og gjerne ta høyere pris på fôret.

#### **Kundenes forhandlingsmakt**

Pris, kvalitet og service er avgjørende faktorer som påvirker i hvor stor grad kundene blir fornøyde. Hvis kunder mener kvaliteten til SalMar ikke er tilstrekkelig vil de la være å kjøpe produktene deres og heller kjøpe av konkurrenter. Pris er et forhandlingskort for kundene. Det er naturlig å tenke at kundene vil kjøpe av den med lavest pris så lenge kvaliteten er bra. Det vil mest sannsynlig ikke være så stor forskjell på kvaliteten hos de største produsentene, da de har tilgang til lik fiskefôr og tilnærmet lik teknologi. SalMar har også et eget salgsapparat som gir nærhet til kunder og markedet, dette gir en bedre opplevelse for kunder. SalMar får direkte informasjon om hvor fornøyde kundene er og hva som eventuelt kan forbedres.

### 3.2.2 PESTEL

PESTEL (Political, Economic, Social, Technology, Environment, Legal) kartlegger de makroforholdene som påvirker SalMar. I oppdrettsbransjen har makroforhold svært stor betydning da internasjonale handelsavtaler og flere lovreguleringer samt kvoter selskaper må ta hensyn til.

#### **Politiske forhold**

I oppdrettsbransjen er SalMar og deres konkurrenter avhengig av internasjonal handel. Eksportinntektene er en av de viktigste inntektskildene for oppdrettsselskaper. Derfor kan politiske konflikter som fører til handelsstopp være problematisk. Det er flere eksempler på at slike handelsstopper har oppstått tidligere, og det er dermed ikke usannsynlig at det vil skje igjen. I 2014 innførte Russland importforbud mot norsk laks i forbindelse med Ukrainakonflikten. Likevel har Russland valgt å importere laksesmolt fra Norge for å bygge opp Russernes egen oppdrettsnæring (Jensen, 2022). Etter Russlands handelsboikott ble Kina en viktigere handelspartner for norsk laks. Det har derimot vært et turbulent forhold med handel mellom Kina og Norge da Kina flere ganger har innført importforbud, særlig i regioner som Sør-Trøndelag og Troms. SalMar har anlegg i alle disse fylkene og dette kan da ha påvirket SalMar i større grad enn konkurrenter. Forholdet mellom Norge og Kina ble riktignok normalisert i 2016. I tillegg kan det forekomme politiske forhold som er med å løfte eksporten av laks. I 2021 slo Norge rekord for sjømateksport. Flere land i Asia som Kina, Sør-Korea og Thailand importerte mye laks. USA og Italia har også hatt en positiv utvikling. Dette kan skyldes gjenåpning av markedet etter en usikker tid preget av corona. Konsumet har økt sterkt i landene grunnet gjenåpning av restauranter.

## **Økonomiske forhold**

Siden mye av salgsinntektene til SalMar er gjennom eksport vil styrken på den norske krone ha stor betydning sammenlignet med utenlandsk valuta. Dette er fordi kostnader til selskapene gjerne betales i norske kroner, men inntektene er i utenlandsk valuta. Svak norsk krone er ofte gunstig for eksportnæringen i Norge. Dette er fordi selskapene får betalt i utenlandsk valuta, som gjør at de får bedre betalt for varene. Det vil også være mer attraktivt for utenlandske aktører å kjøpe fra Norge dersom kronen er svak. Norske kroner har generelt vært svak under hele pandemien.

Prisendringer på laks vil også være med å påvirke SalMars lønnsomhet. Dette kan påvirkes av både kronens styrke og etterspørsel. Vi ser fra siste kvartalsrapport til SalMar at prisen på laks har økt. I fjerde kvartal 2021 var gjennomsnittsprisen per kilo på NOK 60.08, mens i tredje kvartal var gjennomsnittsprisen på NOK 55.48.

## **Sosiokulturelle forhold**

Laks og fisk er ansett som et sunt og næringsrikt produkt og det er anbefalt å spise mer fisk sammenlignet med annet kjøtt. Det er imidlertid dyrere for fiskeprodukter og dette kan påvirke konsumet til folk. Hvis fiskeprodukter får mer prisoppgang vil sannsynligvis etterspørselen bli lavere.

Dessuten har det vært en økende trend de siste årene i Norge å konsumere mindre kjøtt av miljøvennlige årsaker (*Forskning.no, 2020*). Hvis denne trenden fortsetter å øke ytterligere vil det få stor betydning for etterspørselen til produkter fra SalMar og selskaper innenfor samme bransje. Det har derimot også vært en økt popularitet innenfor sjøretter som for eksempel sushi. Dette er positivt for etterspørselen for oppdrettslaks. Sushimarkedet har hatt en vekst i flere tiår og det er nå mer populært i Norge enn noen gang (*Forskning.no, 2017*).

## **Teknologiske forhold**

SalMar har et stort fokus på teknologi og innovasjon, og dette kan hjelpe SalMar med å få et konkurransefortrinn ved å være kostnadseffektive. SalMar har også som mål å være ledende innen bærekraft og miljøansvar. Ny kunnskap og teknologi kan være med på å redusere diverse utslipp å forbedre bærekraftigheten. SalMars fundamentale prinsipp er å etterlate minimale fotavtrykk i områdene de opererer i. Samtidig kan ny teknologi gjøre slik at SalMar kan øke produksjonsmengde slik at man kan tilfredsstillе den økende etterspørselen.

## **Miljømessige forhold**

Både økologiske og klimatiske forhold går under miljømessige utfordringer som kan påvirke SalMar og bransjen. Innenfor økologisk utfordring er det verdt å nevne en økning i lakselus. Dette skyldes at det er enklere for lakselus å spre seg i oppdrettsmiljøet. Rømningslaks kan ta med seg dette og spre det videre. Luselarver kan også bli med havstrømmer og spre seg fritt. Lakselus er en av de største utfordringene knyttet til oppdrettsnæringen og den økologiske forandringen i havet.

Det står på SalMar sine nettsider at laks og oppdrettsnæring er en av de mest miljøvennlige måtene å produsere mat på, og SalMar har som mål å ligge foran i utviklingen av mer bærekraftig oppdrettsnæring. Det er flere tiltak SalMar gjør for å sikre bærekraftig produksjon, blant annet ved at alt avskjær fra slakteri- og videreforedlingsaktivitet går videre til bearbeiding hos Nutrimar. De utnytter råstoffet til å produsere ulike olje-, mel- og proteinprodukter. I tillegg har SalMar som krav fra sine forleverandører at de bruker soya i fiskefôret som er sertifisert bærekraftig. Det innebærer at råvaren ikke er genmodifisert eller produsert i områder som er truet med avskoging.

## **Juridiske forhold**

Oppdrettsbransjen er under sterk regulering av lovverk. Ifølge norsk lov skal oppdrettsnæringen ta hensyn til miljøet og det lokale økosystemet. I henhold til akvakulturloven må alle selskaper innenfor oppdrett få konsesjon for å drive med oppdrett. Dette er helt enkelt en tillatelse for å drive med oppdrettsnæring. Loven stiller også krav til miljøovervåking, tiltak for fjerning av rømte organismer, opprydding etter endt drift og beskyttelse av bestemte områder. I akvakulturloven er det i tillegg opplyst om hvor mange laks som kan være på hvert enkelt anlegg. Oppdrettsanleggene må også følge regelverk til mattilsynet, fiskeridirektoratet, Fylkesmannen og Kystverket.

SalMar har i tillegg ASC sertifisering. ASC er et uavhengig sertifiseringsprogram og det innebærer at produkter kommer fra ansvarlig havbruk. Et ASC-merke viser at sjømaten kommer fra oppdrettsanlegg som har minimert virkningene på miljøet og samfunnet.

### **3.3 Oppsummering av strategisk analyse**

SalMar er en av de ledende aktørene innenfor oppdrettsbransjen. Dette har de oppnådd gjennom å skaffe langvarige konkurransefortrinn som for eksempel god organisasjonsstruktur,

god teknologi og fokus på innovasjon. Ved hjelp av dette har de utviklet flere produksjonsanlegg hvor de kan slakte store mengder fisk til lave kostnader. Samtidig har SalMar flere eksterne faktorer de må ta hensyn til, spesielt innen juridiske, politiske og miljømessige forhold.

## 4. Regnskapsanalyse

Formålet med å analysere SalMars regnskap er å danne et helhetlig bilde av deres økonomiske ståsted. Videre ønsker vi å kunne bruke dette for å bygge under vår begrunnelse av aksjeprisen. Samtidig baserer denne endelige aksjeprisen seg i stor grad på fremtidig forventning om regnskapstall. Dermed er det viktig å forsøke å si noe om hvordan regnskapet vil se ut i fremtiden. Analysen er delt opp i fire deler: lønnsomhet, finansiering, soliditet og likviditet. Noe vi mener er en naturlig oppdeling for å se på selskapets regnskap.

Analysen vil være begrenset til de 5 siste årene, altså 2017-2021. Vi vil se grundig på SalMars egne tall, samt sammenligne med det vi tidligere har definert som konkurrenter. Dette er da Mowi ASA, Lerøy ASA, Norwegian Royal Salmon ASA og Grieg Seafood ASA. Selve analysen vil foregå ved hjelp av nøkkeltall, som gjør det mulig å si noe mer konkret om hvordan selskapet presterer. Alle tallene er hentet fra proff.no og de respektive selskaperens fjerde kvartalsrapporter. Forfatterne har selv laget til grafer og tabeller som viser oversiktene. Selve drøftingen av nøkkeltallene gjøres med grunnlag i Kristoffersen 2016. Andre kilder blir henvist i teksten.

### 4.1 Lønnsomhet

Lønnsomhetsanalysene forteller oss hvor godt en bedrift presterer. Lønnsomheten baseres på den totale verdiskapningen til bedriften etter en endt periode. Analysen brukes til å få en oversikt over kapitalen som investorer og kreditorer har bidratt med og samtidig sammenligne avkastningen i forhold til andre bedrifter på markedet.

Vi har valgt å fokusere på totalkapitalrentabilitet, egenkapitalrentabilitet etter skatt og driftsmargin for å danne et bilde av lønnsomheten til SalMar ASA.

Vi skal analysere SalMar ASA ved å bruke regnskapstallene fra årene 2017 til 2021.

#### 4.1.1 Totalkapitalrentabilitet

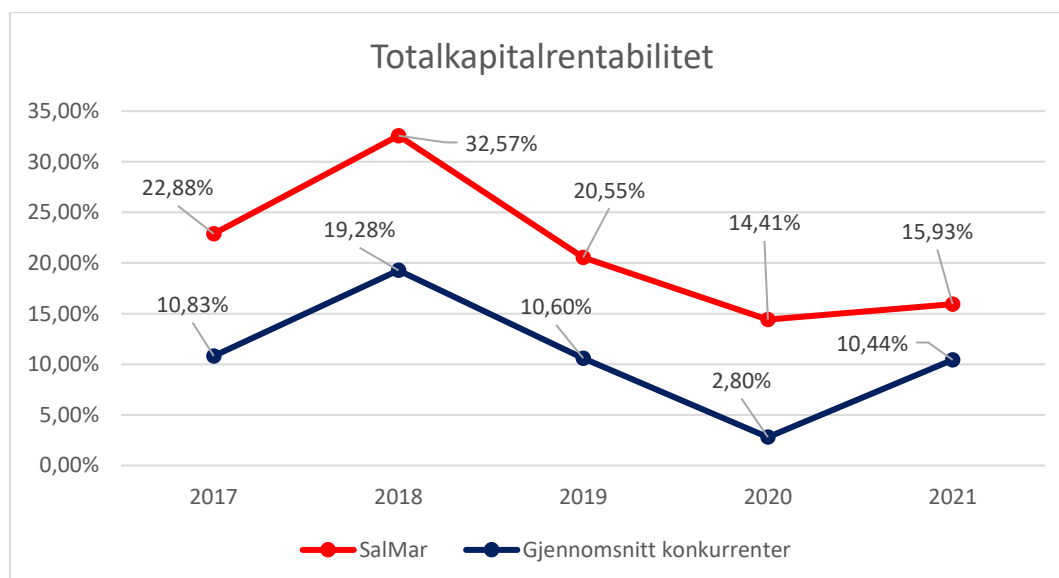
Totalkapitalrentabilitet forteller oss om lønnsomheten til en bedrift. Den gir oss en god pekepinn på driften og hvor effektiv bedriften er til å forvalte ressurser tilgjengelig for dem. Totalkapitalrentabilitet forteller kreditorer hvordan bedriften presterer i forhold til å sette ressursene et annet sted, som aksjer eller låne de ut. Resultatet kan variere fra bransje til bransje og risikoen bedriften tar. Den bør uansett ligge over det man ville ha fått ved en risikofri investering og tillegget for risiko. Gjennomsnittlig total kapital er verdien for resultatet gjennom en hel periode. Bedrifter i Norge bør ha som mål å ligge over 10-15% her. Minstekravet er å være over det som kreves for å beherske lånene som bedriften her.

Formelen for total kapitalrentabiliteten er gitt ved:

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{(\text{Driftsresultat} + \text{renteinntekter}) \cdot 100\%}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}}$$

År	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsresultat	2 856 201	4 452 568	3 158 364	2 571 646	3 387 000
Finanskostnader	156 061	117 972	244 283	310 115	602 000
Total kapital	13 163 966	14 030 905	16 560 810	19 992 126	25 041 598
<b>Totalkapitalrentabilitet</b>	<b>22,88 %</b>	<b>32,57 %</b>	<b>20,55 %</b>	<b>14,41 %</b>	<b>15,93 %</b>

Tabell 1: Totalkapitalrentabilitet (Tall i hele 1000)



Figur 5: Utvikling av total kapitalrentabilitet

Tabellen viser at SalMar har en stabil total kapitalrentabilitet på over 10% som sies å være gjennomsnittet for norske bedrifter. Sammenlignet med konkurrentene så er SalMar godt over det og det forteller oss at den totale kapitalen til SalMar er god. Trenden i utviklingen forteller oss også at resultatet har økt betraktelig mer enn kapitalen. Vi kan også se at Arnalax har blitt tatt med i bokføringen til SalMar og dette reflekteres som renteinntekter i bokføringen.

#### 4.1.2 Egenkapitalrentabilitet

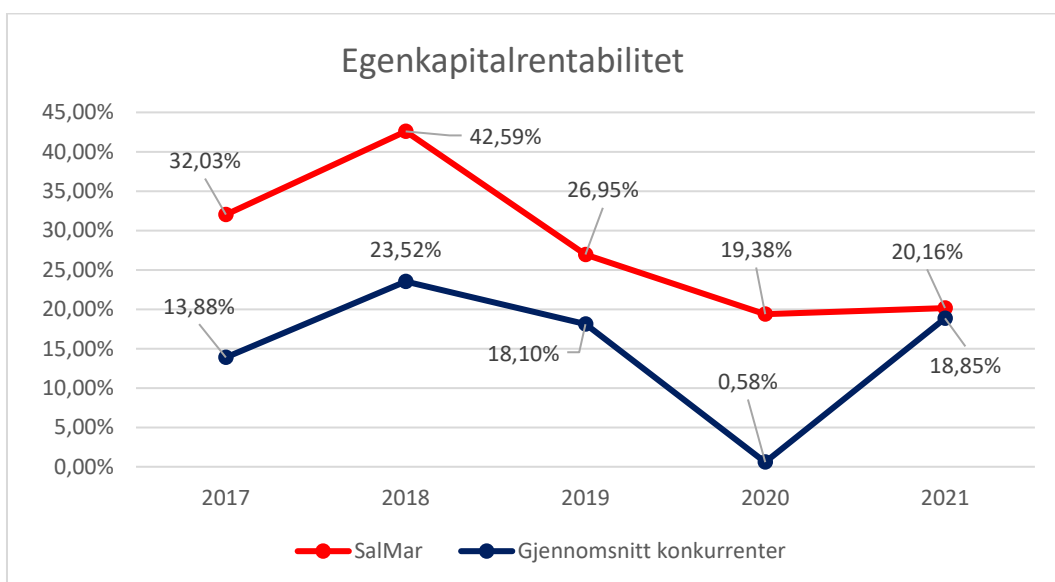
Egenkapitalrentabilitet er en måleenhet på hva avkastningen til investeringene eierne har bidratt med. Den blir brukt til å skille mellom bedrifter dersom kreditorer ønsker å investere eller kjøpe eierandeler. Egenkapitalrentabilitet, EKR, kan regnes ut før eller etter skatt. Det passer nok investorene best å vite hva EKR ligger på etter skatt.

Formelen for EKR er:

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

År	2017	2018	2019	2020	2021
Resultat etter skatt	2 297 798	3 579 225	2 544 487	2 008 291	2 668 000
Egenkapital	7 174 481	8 403 986	9 439 972	10 363 502	13 234 951
Egenkapitalrentabilitet	32,03 %	42,59 %	26,95 %	19,38 %	20,16 %

Tabell 2: Egenkapitalrentabilitet (Tall i hele 1000)



Figur 6: Utvikling av Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten til SalMar har vært veldig god. Den følger nesten samme kurve som totalkapitalrentabiliteten. Sammenligner man med konkurrenter så ser man at de følger utviklingen de også. SalMar ligger over gjennomsnittet. Avkastningen på investeringen var høyest i 2018 med 42,59% etter skatt. Laveste var i 2020 og 2021 på 19,38 og 20,16%. Dette er likevel greie tall, men kan muligens forklares med pandemien som hadde satt sine spor i næringen. Tallene viser oss at SalMar har en solid egenkapitalrentabilitet og risikoen er minimal.

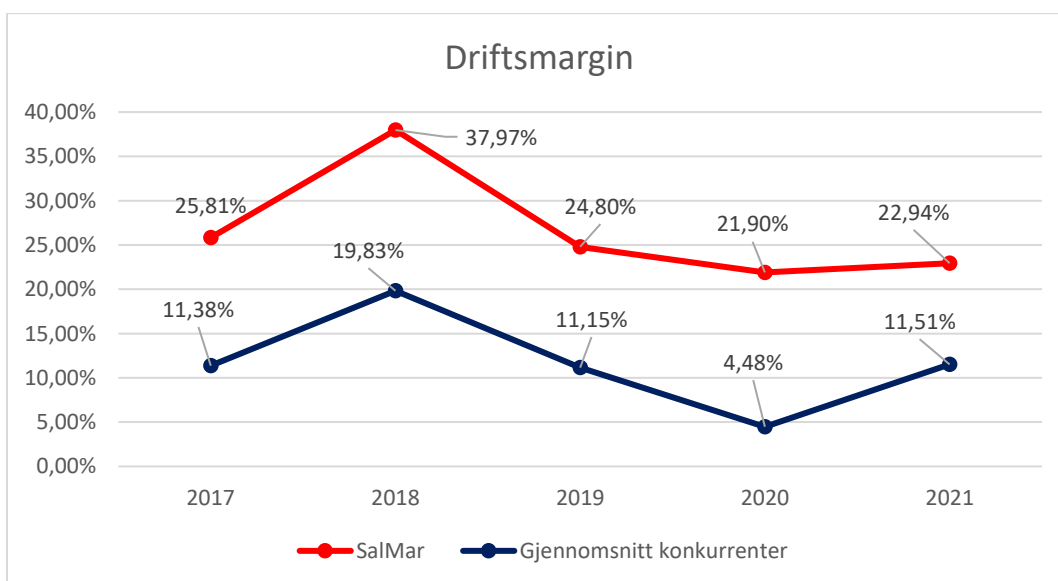
#### 4.1.3 Driftsmargin

Driftsmargin brukes til å kalkulere hvor lønnsom bedriften er. Det regnes ut ved å ta driftsresultatet og dividere på driftsinntektene. Da finner vi ut hvor mye bedriften tjener per kroner de omsetter. Formelen for driftsmargin er:

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

År	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsresultat	2 792 212	4 306 642	3 034 602	2 827 968	3 451 000
Driftsinntekter	10 817 238	11 342 554	12 237 589	12 912 341	15 044 000
Driftsmargin	25,81 %	37,97 %	24,80 %	21,90 %	22,94 %

Tabell 3: Driftsmargin (Tall i hele 1000)



Figur 7: Utvikling av Driftsmargin



Driftsmarginene har holdt seg stabil i alle årene med unntak av 2018 hvor lakseprisen hadde en stor effekt på resultatet. Ifølge data fra Fish pool så steg lakseprisene med 20 kroner fra 2014 til 2018. Nedgangen i de siste to årene kan kobles sammen med Covid-19 pandemien og effektene den hadde på næringen. SalMar har hatt gode driftsmarginer sammenlignet med konkurrentene og kan forklares med økt slaktevolum og lavere produksjonskostnader. Alt i alt så har SalMar hatt et høyere lønnsomhet enn konkurrentene og ligger et godt nivå over. (Fish pool, 2022)

## 4.2 Finansiering

### 4.2.1 Finansieringsgrad 1

I denne delen av Finansiering så ser vi på bedriften og anleggsmidlene som bedriften eier. Anleggsmidler er ment for å være i bedriftens eierskap over en lengre periode og bør være handlet inn eller finansiert med lån som er tiltenkt over en lengre periode.

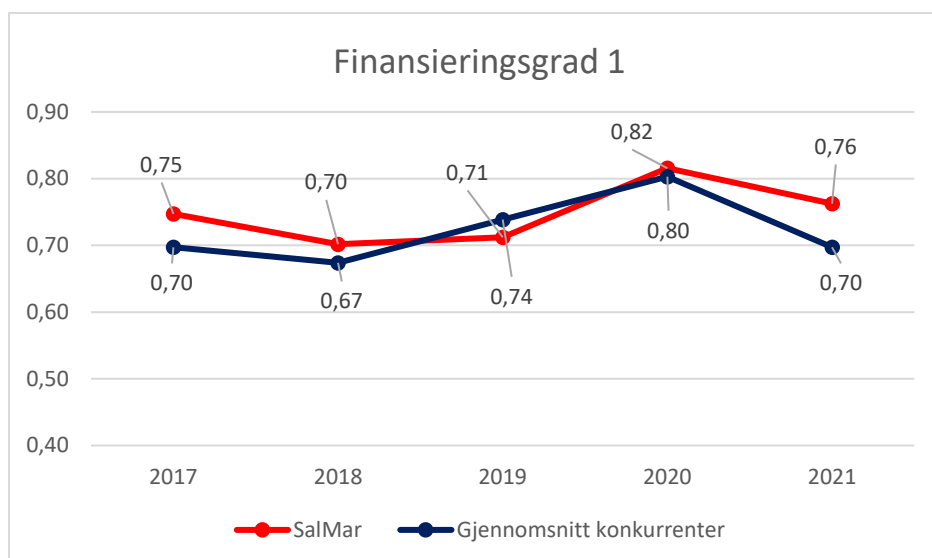
Finansieringsgraden her bør være under 1. Om tallet er over 1 så er betyr det at vi har finansiert anleggsmidlene med kortsiktig gjeld og det er ikke anbefalt.

Formelen vi benytter for å se hvor mye av bedriftens anleggsmidler er finansiert med langsiktig gjeld er:

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

År	2017	2018	2019	2020	2021
Anleggsmidler	7 610 597	8 210 942	10 495 769	14 080 024	17 841 000
Langsiktig kapital	10 186 349	11 700 391	14 738 099	17 261 766	23 399 000
Finansieringsgrad 1	0,75	0,70	0,71	0,82	0,76

Tabell 4: Finansieringsgrad 1. Tall i hele 1000



Figur 8: Utvikling av Finansieringsgrad 1

SalMar har en fornuftig finansiering av sine anleggsmidler. Finansieringsgraden ligger under 1 for alle årene til SalMar ASA. Konkurrentene ligger på det samme og har tilnærmet like tall for alle de årene som vi har sett på. Gjennomsnittstallet til konkurrentene er dog under tallet til SalMar ASA og viser at deres langsiktige kapital har dekket mer av deres anleggsmidler enn SalMar sine.

#### 4.2.2 Arbeidskapital

Arbeidskapital brukes for å måle bedriftens tilgjengelige likviditet etter at alt den kortsiktige gjelden er gjort opp for. Vi regner også med inn bedriftens kortsiktige fordringer her. Tallet vi får da er det som bedriften har i form av tilgjengelig kapital i løpet av de neste 12 månedene. Dette kan dekke fremtidige investeringer, betale avdrag på gjelden som bedriften eventuelt må ha eller bare vedlikeholde bedriften på kort sikt. Dette er viktig for enhver bedrift for det forteller oss litt om hvor effektiv driften er og hvor mye kortsiktige gjeld bedriften har.

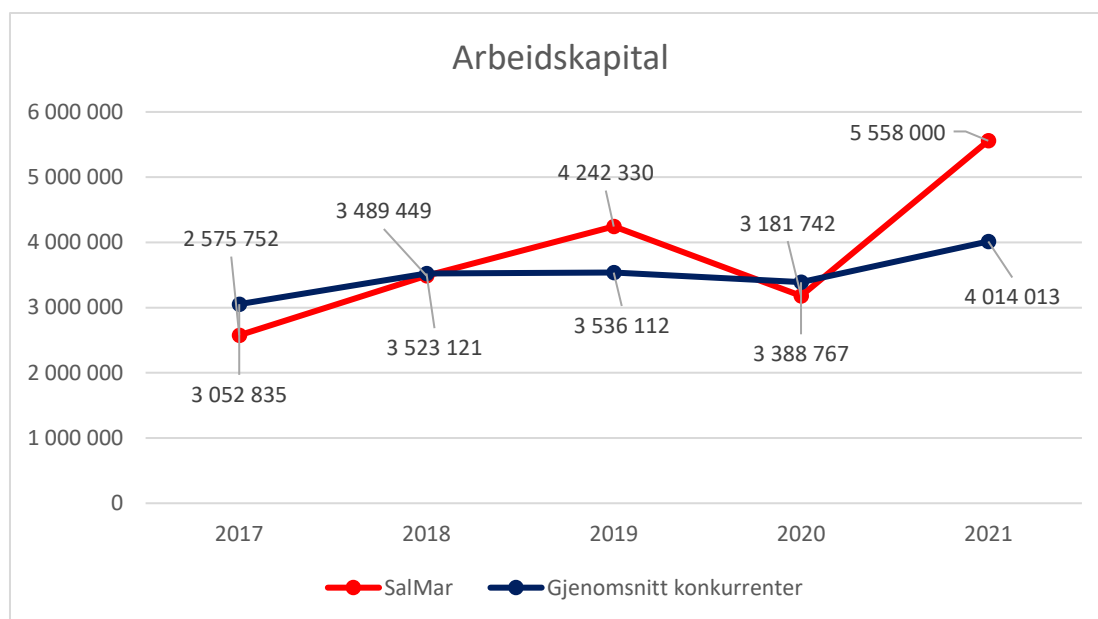
Vi ønsker at bedriften skal ha et positivt tall her for å bekrefte at bedriftens er godt rustet til å håndtere utfordringene som kan dukke opp på kort sikt.

Vi regner ut arbeidskapitalen på følgende måte:

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

År	2017	2018	2019	2020	2021
Omløpsmidler	5 315 649	6 924 622	7 490 288	7 918 172	10 244 000
Kortsiktig gjeld	2 739 897	3 435 173	3 247 958	4 736 430	4 686 000
Arbeidskapital	2 575 752	3 489 449	4 242 330	3 181 742	5 558 000

Tabell 5: Arbeidskapital (Tall i hele 1000)



Figur 9: Utvikling av Arbeidskapital

SalMar har hatt en positiv trend i arbeidskapital de siste 5 årene. Vi ser gjennom hele perioden at SalMar har hatt over 2.5 milliarder tilgjengelig som en buffer i kortsiktig kapital og dette er en dekning mot eventuelle utgifter på kortsikt. Dette vil si at SalMar har en god likviditet over hele perioden.

### 4.3 Soliditet

Soliditet er et begrep innen regnskapsanalyse som kan knyttes til finansiering. I finansiering er man mest interessert i sammensetningen av bedriftens eiendeler. For soliditeten videreføres dette for å kunne se på bedriftens evne til å tåle tap. Da blir sammensetningen av egenkapital og gjeld viktig.

#### 4.3.1 Egenkapitalandel

For å kunne uttrykke egenkapital som prosent av totalkapitalen, kan følgende formel benyttes

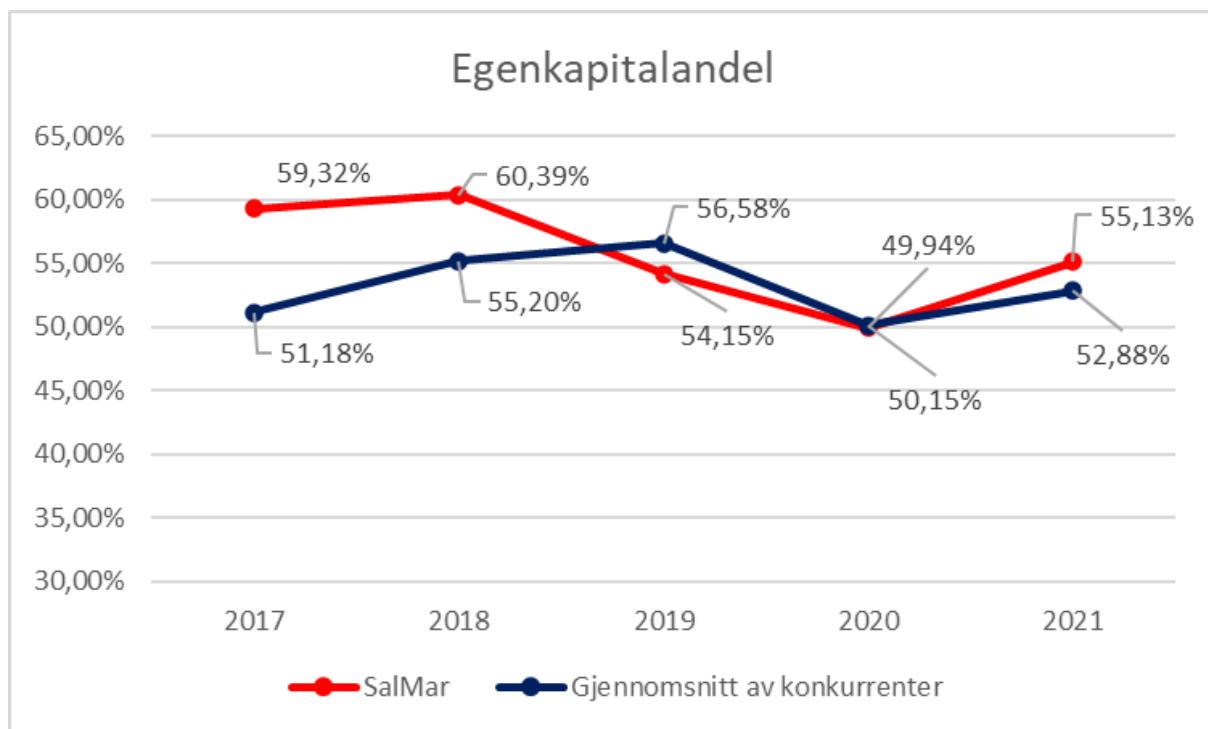
$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}} \cdot 100\%$$

Egenkapitalandelen viser i prosent hvor mye av bedriftens midler som er innskutt av eiere i forhold til totalkapitalen. Totalkapitalen er summen av eiendelene i bedriften, som også er lik

summen innskutt kapital og gjeld. Altså gir egenkapitalandelen en oversikt over i hvor stor grad bedriften er selvfinansiert. Dette vil da også si at egenkapitalen “forteller også hvor mye bedriften kan tape før fremmedkapitalen (gjelden) også blir påført et tap” (Kristoffersen, 2016 s.465). For egenkapitalandel vil et høyere forholdstall indikere bedre soliditet. En egenkapitalandel på 30%-35% må anees å være tilfredsstillende i de fleste bedrifter.

Tall i 1000	2017	2018	2019	2020	2021
Egenkapital	7 668 128	9 139 843	9 740 101	10 986 902	15 483 000
Totalkapital	12 926 264	15 135 564	17 986 057	21 998 196	28 085 000
Egenkapitalandel	59,32%	60,39%	54,15%	49,94%	55,13%

Tabell 6: Egenkapitalandel (Tall i hele 1000)



Figur 10: Utvikling av Egenkapitalandelen

Her ser man egenkapitalandelen for SalMar ASA for årene 2017-2021. I 2017 var den på 59,32%, herfra klatret den forsiktig til 60,39% i 2018 før den kollapset ned til 49,94% i 2020. Til slutt ender den på 55,13% ved utgangen av 2021. Dette vil da si at egenkapitalen utgjør en mindre del av totalkapitalen nå enn i 2017. Altså har SalMar ASA nå mer gjeld i forhold til egenkapital enn i 2017. Likevel ligger egenkapitalandelen godt over 30%-35% og må kunne anees som tilfredsstillende. Sammenlignet med konkurrentene ser man at SalMars

egenkapital ligger rundt det samme nivået. Dette er da et godt tegn på at de holder følge med hva resten av bransjen anser som et sunt nivå for egenkapitalandel

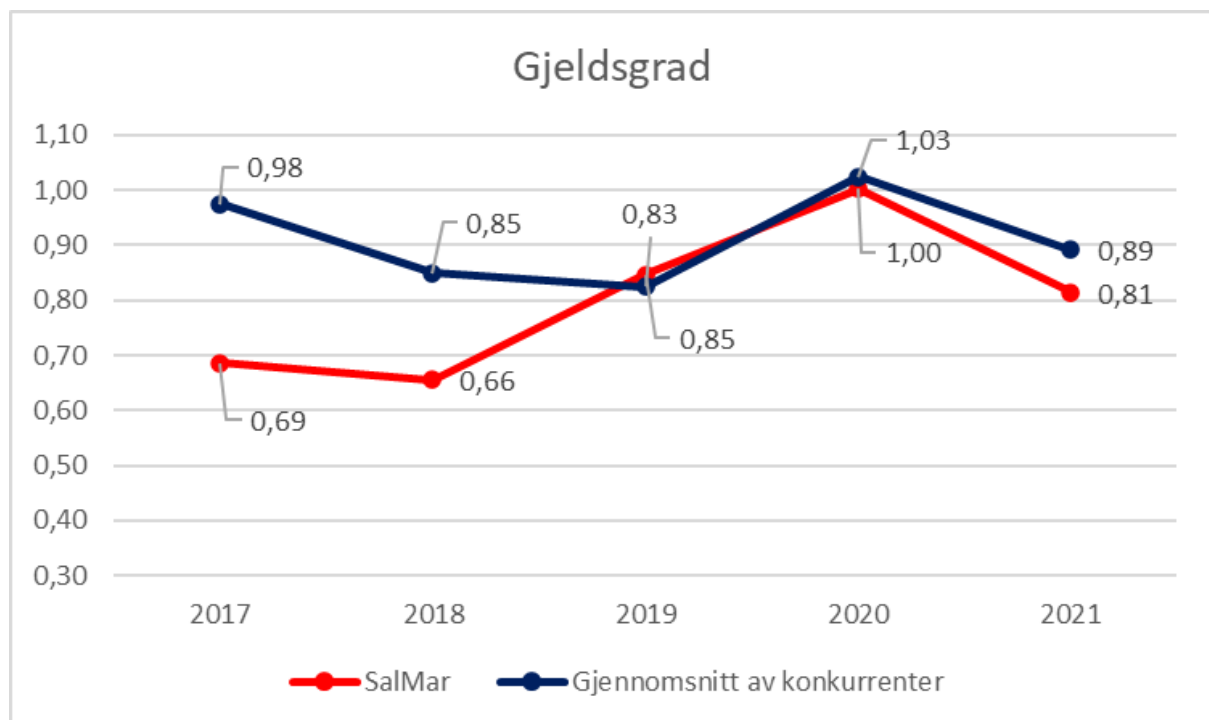
#### 4.3.2 Gjeldsgrad

Gjeldsgraden viser gjelden i forhold til egenkapitalen. Den viser altså hvor stor gjelden er i forhold til egenkapitalen. Dette er da omtrent det motsatte av egenkapitalandel, og viser hvor mye av bedriftens virksomhet som er finansiert av fremmedkapital ved f.eks. lån eller obligasjoner. En lavere gjeldsgrad er å anse som bedre for bedriftens soliditet. Gjeldsgraden er gitt ved:

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

År	2017	2018	2019	2020	2021
Gjeld	5 258 136	5 995 721	8 245 956	11 011 294	12 602 000
Egenkapital	7 668 128	9 139 843	9 740 101	10 986 902	15 483 000
Gjeldsgrad	0,69	0,66	0,85	1,00	0,81

Tabell 7: Gjeldsgrad (Tall i hele 1000)



Figur 11: Utvikling av Gjeldsgraden

Som ved egenkapitalandelen har gjeldsgraden blitt svekket siden 2017. Her kan man også se at gjelden nå utgjør en større andel av totalkapitalen. I 2017 var gjeldsgraden på 0,69 og i 2021 var den på 0,81. En tilfredsstillende egenkapitalandel på 30%-35% vil tilsvare en gjeldsgrad på rundt 2, og dette må da også ansees som tilfredsstillende. Som man ser har SalMar ASA hatt en god gjeldsgrad gjennom hele perioden, hvor gjeldsgraden har vært under 1, med unntak av 2020 hvor den var omtrent nøyaktig 1. Sammenlignet med konkurrentene har gjeldsgraden vært god for SalMar ASA i årene 2017 og 2018. I de siste årene har gjeldsgraden ligget på omtrent samme nivået som konkurrentene. Heller ikke her er det noe særlig grunn til bekymring da SalMar har en gjeldsgrad hakket bedre enn konkurrentene, noe som viser til god soliditet.

#### 4.4 Likviditet

Likviditeten til en bedrift er et mål på dens betalingsevne, altså i hvilken grad den klarer å betale sine forpliktelser til den tiden de skal betales. Her vil vi benytte oss av nøkkeltallene likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2.

##### 4.4.1 Likviditetsgrad 1

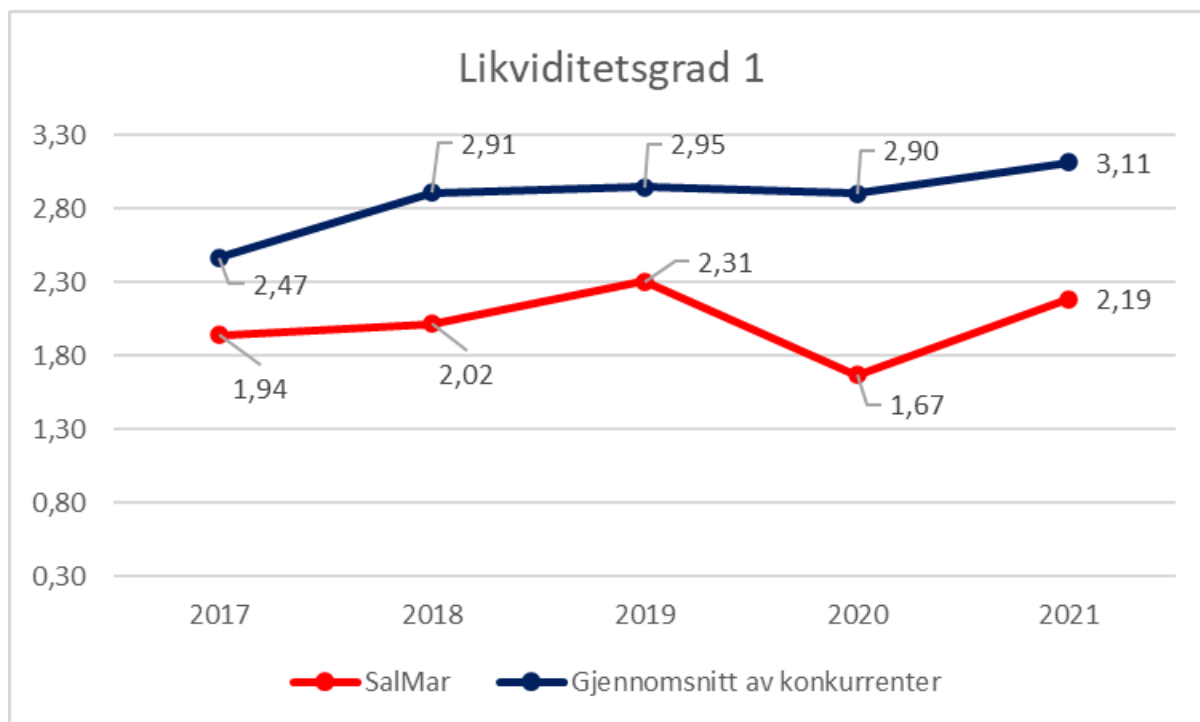
Likviditetsgrad 1 er et nøkkeltall som viser i hvilken grad kortsiktig gjeld finansierer omløpsmidlene i bedriften. Nøkkeltallet blir da også et mål på i hvilken grad bedriften kan betale for seg dersom de må bruke omløpsmidlene for å dekke kortsiktig gjeld.

Likviditetsgrad 1 bør være større enn 2. En svakhet ved nøkkeltallet er at det viser situasjonen fra balansen på et bestemt tidspunkt. Etersom omløpsmidler og kortsiktig gjeld har kortsiktig horisont, kan dette tallet endres flere ganger i løpet av året, noe likviditetsgrad 1 da ikke plukker opp. Likviditetsgrad 1 er gitt ved:

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

År	2017	2018	2019	2020	2021
Omløpsmidler	5 315 649	6 924 622	7 490 288	7 918 172	10 244 000
Kortsiktig gjeld	2 739 897	3 435 173	3 247 958	4 736 420	4 686 000
<b>Likviditetsgrad 1</b>	<b>1,94</b>	<b>2,02</b>	<b>2,31</b>	<b>1,67</b>	<b>2,19</b>

Tabell 8: Likviditetsgrad 1 (Tall i hele 1000)



Figur 12: Utvikling av Likviditetsgrad 1

Av dette kan man se at likviditetsgrad 1 er tilfredsstillende de fleste årene. I 2017 er likviditetsgrad 1 på 1,94 og i 2021 er den på 2,19. Det har altså vært en positiv oppgang for likviditeten. Dette skyldes at omløpsmidlene har økt mer enn den kortsiktige gjelden i løpet av perioden. I 2020 kan man se et spesielt svakt år for likviditeten til bedriften, kontra de andre årene. Her ligger likviditetsgrad 1 på 1,67, og man kan stille seg spørrende til om dette har en sammenheng med korona krisen. I tillegg ser man også at selv om SalMar ASA har tilfredsstillende likviditet de fleste årene, ligger de konsekvent under konkurrentene på dette området. Dette kan være grunn til bekymring og betyr at SalMar er i dårligere stand til å betale forpliktelser enn sine konkurrenter.

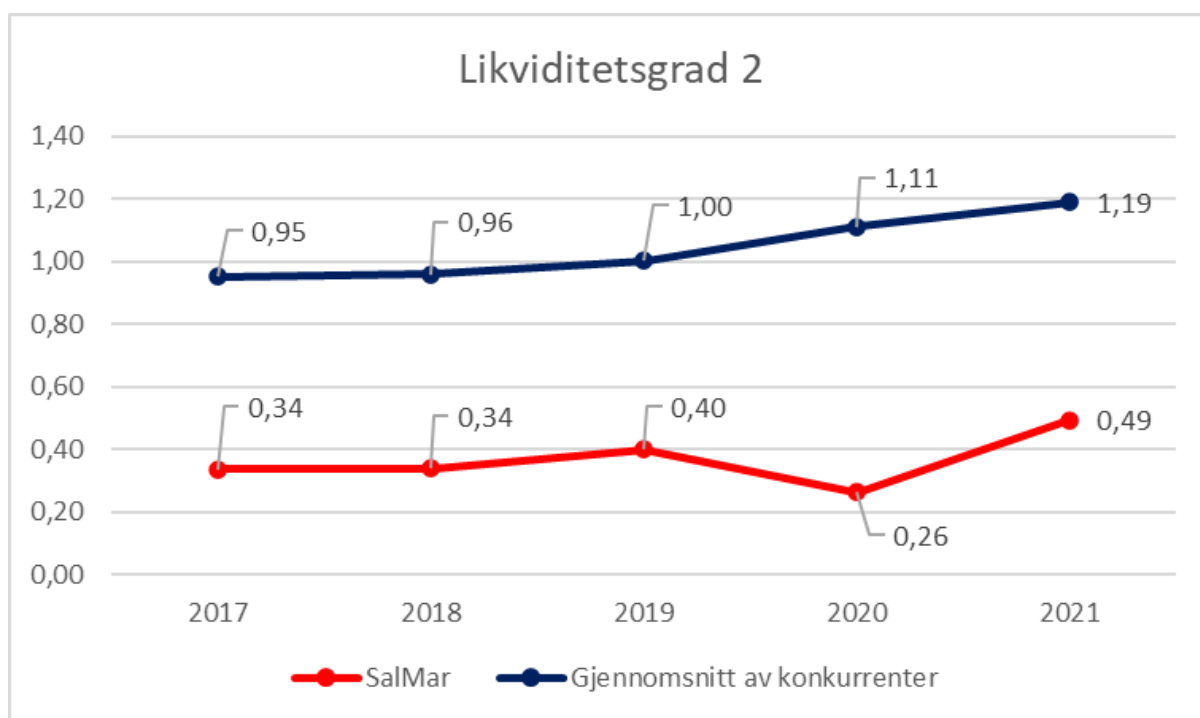
#### 4.4.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 er svært nærliggende likviditetsgrad 1, men her måles kun de *“mest likvide omløpsmidlene”* (Kristoffersen, 2016 s.470). Dette er da for de omløpsmidlene som kan gjøres likvide ganske enkelt. De mest likvide omløpsmidlene er *“normalt samtlige omløpsmidler, med unntak av varebeholdningen”* (Kristoffersen, 2016 s.470). Likviditetsgrad 2 bør være større enn 1.

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

År	2017	2018	2019	2020	2021
Mest likvide omløpsmidler	921 076	1 159 072	1 300 750	1 248 383	2 316 000
Kortsiktig gjeld	2 739 897	3 435 173	3 247 958	4 736 420	4 686 000
Likviditetsgrad 2	0,34	0,34	0,40	0,26	0,49

Tabell 9: Likviditetsgrad 2. (Tall i hele 1000)



Figur 13: Utvikling av Likviditetsgrad 2

Når man fjerner varelageret fra ligningen, får man et annet bilde av SalMar ASA sin likviditet. I 2017 var likviditetsgrad 2 på 0,34, noe som er langt fra tilfredsstillende. I løpet av de neste to årene holdt den seg rundt dette nivået før den i 2020 falt til 0,26 som er langt fra tilfredsstillende. Dette betyr at SalMar ASA på svært kort sikt kan få problemer med å betale forpliktelse som oppstår. Altså, at de mest likvide midlene i bedriften ikke strekker til for å dekke kortsiktig gjeld. Når det er sagt så ser man en markant forbedring i 2021, hvor likviditetsgrad 2 ligger på 0,49, som gjør at man med utgangen av perioden faktisk ser en positiv utvikling. Sammenligner man med konkurrentene viser det nok en gang grunn til bekymring. Her ligger SalMar enda lenger unna sine konkurrenter. Dette er altså et mål som viser at SalMar i liten grad evner å innfri sine forpliktelser på svært kort sikt, sammenlignet



med sine konkurrenter. Dette forsterker da bekymringen fra likviditetsgrad 1 og må trekke negativt for aksjekursen da selskapet innehar mer risiko enn sine konkurrenter.

## 4.5 Drøfting og oppsummering

Lønnsomheten til SalMar må kunne sies å være svært god. Totalkapitalrentabilitet, egenkapitalrentabilitet og driftsmarginen er gode i seg selv, samtidig som de ligger godt over gjennomsnittet av konkurrenter. Allikevel følger de konjekturane i markedet. Finansieringen må også kunne sies å være fornuftig. Finansieringsgrad 1, ligger under 1 og arbeidskapital er god og har en positiv trend. Allikevel stiller SalMar her noe dårligere enn konkurrentene.

Når det kommer til soliditet, ligger egenkapital godt over 30-35% og gjeldsgrad ligger langt under 2 for hele perioden vi har observert. Selv om situasjonen er noe verre enn i 2017 og 2018 ligger de i dag på nivå med konkurrentene. Dette vitner om en svært god evne til å tåle tap. Likviditeten er klart det området hvor SalMar har mest forbedringspotensial.

Likviditetsgrad 1 ligger rundt kravet på 2, men klart under konkurrentene. Likviditetsgrad 2 derimot ligger langt under kravet på 1, og langt under konkurrentene for hele perioden.

Hva vil så dette si for SalMars videre regnskapstall? For det første er det liten grunn til bekymring for fremtidig lønnsomhet. Selv om trenden er synkende, er dette å forvente da SalMar har hatt svært god inntjening i 2017 og 2018. Man kan dermed forvente at lønnsomheten vil stabilisere seg i de kommende årene på dette nivået. Finansieringen ser også ut til å forbli stabil de neste årene.

Med den gode lønnsomheten ser SalMar også ut til å ha bygd seg opp en god buffer for å tåle tap. Selv om soliditeten blitt litt dårligere de siste årene, kan dette tenkes å ha en sammenheng med covid-19 pandemien. Dermed forventes det heller at denne holdes rundt samme nivå i kommende år. Allikevel må det påpekes at oppdrettsnæringen har ganske store svingninger og beveger seg syklisk. En artikkel av Kampevoll i E24 viser til at Junior Consulting i 2019 trodde at oppdrettssektoren var på toppen av en syklus. Med de tallene vi har funnet, ser dette ut til å stemme. Dette påpeker viktigheten av å bygge seg opp buffere av egenkapital til eventuelle lav-konjunkturer. Om SalMar er rustet for en slik eventualitet er vanskelig å si. Samtidig støtter dette også at lønnsomheten ikke kommer til å fortsette rundt nivåene man så i 2018 og 2019, men heller vil stabilisere seg. (Kampevoll, 2019)

Likviditeten er som sagt der det er grunn for bekymring. Dette mener vi er et klart uttrykk for risiko ved SalMar. Selv om bedriften har god evne til å tåle tap, er mye av dette bundet opp i eiendeler som er lite likvide. Dette er klart noe som må tas hensyn til og støtter igjen at man skal være forsiktig med å bli for positiv om SalMars utvikling de neste årene. Selv om tallene for SalMar de siste årene har vært svært gode på flere punkter gir det helhetlige bilde av regnskapet og utviklingen grunn til konservative estimater. Selv om vi fremdeles anser, SalMar som et selskap i vekst, bør vi være forsiktig med å spå like kraftig vekst de neste 5 årene som vi har sett i de forrige 5. Dette tar vi med oss inn i kontantstrømanalysen.

## 5. Prognose av fremtidige kontantstrømmer

I denne delen av teksten vil vi sette opp SalMar sin estimerte fri kontantstrøm for årene 2021-2026. For å gjøre dette vil vi på ulike måter benytte informasjonen tilgjengelig for 2017-2021 for å prøve å estimere årene 2022-2026. Kildene vi baserer oss på her er proff.no og fishpool samt kvartalsrapporter og årsrapporter for de respektive selskapene. Andre kilder er henvist i teksten.

### 5.1 Driftsinntekter

Driftsinntektene til SalMar har to viktige faktorer som endrer den. Det er lakseprisen og slaktevolumet.

År	2017	2018	2019	2020	2021
Laksesalg % av driftsinntekt	76,09 %	76,33 %	74,00 %	69,39 %	70,52 %
Gjennomsnitt	73,27 %				

Tabell 10: Driftsinntekt

### Laksepris

Lakseprisen er den viktige faktoren for driftsinntektene påvirkes direkte av prisen. Prisene har holdt seg stabile de siste årene og dette ser man tydelig på driftsinntektene til SalMar. De årene som har blitt påvirket av Covid-19 pandemien, hvor prisen og eksporten falt drastisk viser seg også tydelige i driftsinntektene. Teknologiske framskritt som har hjulpet med å bekjempe lakselusen og ha større slaktevolum har også lagt igjen spor i driftsinntektene.

År	2017	2018	2019	2020	2021
Laksepris (NOK)	60,88	60,76	59,15	55,48	58,26
Slaktevolum	135 200 000	142 500 000	153 100 000	161 500 000	182 100 000
Pris*Volum	8 230 976 000	8 658 300 000	9 055 865 000	8 960 020 000	10 609 146 000
Driftsinntekt	10 817 238 000	11 342 554 000	12 237 589 000	12 912 341 000	15 044 000 000

Tabell 11: Laksepris (Tall i hele 1000)

Vi har benyttet oss av data fra Fish Pool for å komme med prognoser om prisen i fremtiden og tatt beslutninger basert på markedet, endring i klima og politiske reguleringer. Prognoser for pris i fremtiden er estimerer og kan være unøyaktig jo lengre frem i tid en kommer. I årene rett etter pandemien så ser man en økning i etterspørsel og vi forventer at det skal stabilisere seg og dette gir et anslag på prisene. Basert på dette så estimerer vi også at prisen er 62 for år 2025 og 2026.

År	2022	2023	2024
Estimert Gjennomsnittspris	74,17	64,75	62

Tabell 12: Fremtidig forventet laksepris

## Slaktevolum

Som nevnt tidligere så har slaktevolum mye å si på driftsinntektene. SalMar har hatt en økning i slaktevolum i det siste par årene. SalMar hadde i 2020 et slaktevolum på 161 500 tonn og året før så var det et slaktevolum på 153 100 tonn. Basert på de siste 5 årene så ser man en gjennomsnittsendring på 9,61%. Dette tallet er ganske høyt og er kan forklares ved et par punkter. Pandemien har også satt sitt spor her. Eksporten falt drastisk, og dette gjenspeiler seg på slaktevolumet.

### 2016 – 2017

- Fremskritt i den biologiske delen av oppdrett som gjorde at det var mindre tilfeller av lakselus.

### 2018 – 2019

- SalMar skaffet seg større eierandeler i Arnarlax og slaktevolumet til Arnarlax ble inkludert i SalMar sitt regnskap for 2019. Dette var ikke tilfellet i årene før.

I Markedsanalysen så vi en at en økning på 3% fremover i etterspørselen på Laks, men det er litt lavere enn hva gjennomsnittsvest faktoren til SalMar er på. Tatt i betraktning med Markedsanalyse og de øvrige faktorene over som forklarer den høye veksten i slaktevolum så estimerer vi en årlig vekst i slaktevolum til å være på 6% for de neste 5 årene.

År	2017	2018	2019	2020	2021
Slaktevolum	135 200 000	142 500 000	153 100 000	161 500 000	182 100 000
Endring i slaktevolum	16,96 %	5,40 %	7,44 %	5,49 %	12,76 %
Snitt endring slaktevolum	9,61 %				

Tabell 13: Endring i slaktevolum. (Tall i hele 1000)

Som vi så i tabellen øverst at den største inntektskilden i driftsinntektene er et produkt av lakseprisen multiplisert med slaktevolum. Vi bruker det til å estimere følgende driftsinntekter for de neste fem årene. I tabellen under så ser vi at gjennomsnittsvest er årlig på 6%.

År	2022	2023	2024	2025	2026
Laksepris	74,17	64,75	62	62	62
Slaktevolum	193 936 500	206 542 373	219 967 627	234 265 522	249 492 781
Pris*Volum	14 384 270 205	13 373 618 619	13 637 992 856	14 524 462 392	15 468 552 447
Driftsinntekt	19 632 497 525	18 253 100 832	18 613 934 331	19 823 840 062	21 112 389 666
Vekst driftsinntekt	23 %	-8 %	2 %	6 %	6 %
Gjennomsnittsvest	6 %				

Tabell 14: Driftsinntekt som følge av laksesalg (Tall i hele 1000)

## 5.2 Driftskostnader

For å komme frem til en fri kontantstrøm må man finne frem til de viktigste kostnadene. Dette er da varekostnadene, lønnskostnadene og andre driftskostnader. Alle kostnadene antas å ha en sammenheng med driftsinntekten, noe som også blir bekreftet av korrelasjonene vi vil vise til. Denne sammenhengen kommer av at en økning eller reduksjon i driftsinntekter vil føre til det samme for kostnadene som ligger bak. Dermed vil oppgaven benytte seg av estimert driftsinntekt og ta de følgende kostnadene som en andel av dette.

### 5.2.1 Varekostnader

Under ser man oversikten over varekostnad i forhold driftsinntekt, beregnet som en andel av inntektene. I tillegg ser man også korrelasjonen mellom driftsinntekt og varekostnad. Det er ønskelig med lavest mulig forholdstall, da dette indikerer at SalMar har oppnådd høyere inntekt til lavere varekostnader.

Tall i 1000	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekt	10 817 238	11 324 554	12 237 689	12 912 341	15 044 000
Varekostnad	4 722 474	4 585 491	5 770 027	5 870 577	7 328 000
Andel	43,66%	40,49%	47,15%	45,46%	48,71%
Gjennomsnittlig andel	45,09%				
Korrelasjon	0,979107884				

Tabell 15: Varekostnader (Tall i hele 1000)

Som man ser av tabellen har varekostnadene hatt en noe negativ utvikling siden starten av perioden i 2017. Den gangen lå andelen på 43,66% mot 48,71% i dag. Fra 2018 til 2019 kan man observere den kraftigste økningen i varekostnads-andelen fra 40,49% til 47,15%. Etter dette ser det ut til å stabilisere seg over 45%. De lave kostnadene ble i 2018 drevet frem av segmentet Midt-Norge og ser heller ut til å ha vært et avvik. (Berge, 2018)

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Smoltkostnad pr. kg	Kr	2,13	1,97	2,45	2,27	2,16	2,19	2,52	2,72	3,18	3,43	3,44	4,10	4,14
Førkostnad pr. kg	Kr	9,93	9,99	10,98	11,00	10,85	11,50	11,83	13,18	14,55	14,38	14,15	15,63	16,62
Forsikringskostnad pr. kg	Kr	0,15	0,14	0,15	0,14	0,12	0,11	0,10	0,13	0,13	0,13	0,15	0,15	0,16
Lønnskostnad pr. kg	Kr	1,45	1,30	1,69	1,60	1,55	1,80	1,92	2,07	2,28	2,73	2,80	3,19	3,22
Avskrivninger pr. kg	Kr	1,08	1,01	1,16	1,09	1,15	1,23	1,26	1,58	1,80	1,94	2,19	2,58	2,64
Annen driftskostnad pr. kg	Kr	2,93	2,94	3,30	3,36	3,26	5,58	5,54	6,31	8,71	8,13	7,24	8,98	9,71
Netto finanskostnad pr. kg	Kr	0,95	0,39	0,29	0,19	0,22	0,28	0,20	0,16	-0,04	0,02	0,12	-0,10	-0,39
<b>Produksjonskostnader pr. kg</b>	<b>Kr</b>	<b>18,61</b>	<b>17,73</b>	<b>20,03</b>	<b>19,66</b>	<b>19,31</b>	<b>22,69</b>	<b>23,38</b>	<b>26,15</b>	<b>30,60</b>	<b>30,74</b>	<b>30,09</b>	<b>34,54</b>	<b>36,11</b>
		0,65	0,67	0,67	0,68	0,67	0,60	0,61	0,61	0,58	0,58	0,58	0,57	0,57
Slaktekostnad inkl. fraktkostnad pr. kg	Kr	2,37	2,38	2,84	2,52	2,67	2,64	2,46	2,95	3,26	3,09	3,79	3,72	4,05
<b>Sum kostnad pr. kg</b>	<b>Kr</b>	<b>20,98</b>	<b>20,11</b>	<b>22,87</b>	<b>22,18</b>	<b>21,98</b>	<b>25,33</b>	<b>25,83</b>	<b>29,10</b>	<b>33,86</b>	<b>33,84</b>	<b>33,88</b>	<b>38,26</b>	<b>40,15</b>

Tabell 16: Utvikling varekostnad (Fiskeridirektoratet, 2021)

I presentasjon av bedriften er det vist til at smolt av høy kvalitet og foring er viktig for oppdrett av laksen. Dette utgjør også da de viktigste varekostnadene for SalMar. Det samme blir vist til i fiskeridirektoratets oversikt over kostnader pr/kg ferdigprodusert fisk, hvor smolt og foring utgjør over halvparten av produksjonskostnadene i bransjen. Her vises det også til en økning i smoltkostnad og forkostnad pr/kg omtrent alle årene fra 2008. For øvrig viser denne også at 2018 var et av få år der forkostnaden ble redusert. Med denne stabile økningen i

for- og smoltkostnader samtidig som økningen i SalMars driftsinntekter, mener vi det vil være best å benytte seg av gjennomsnittlig andel på 45,09% da det ser ut til at denne utviklingen er relativt stabil. Det vises også til en svært høy korrelasjon mellom varekostnad og driftsinntekt, som betyr at det vil være forsvarlig å estimere varekostnadene til 45,09% av driftsinntekt. (Fiskeridirektoratet, 2021)

### 5.2.2 Lønnskostnader

Som nevnt, blir også lønnskostnad beregnet som en andel av driftsinntekten. Lønnskostnader har i dag blitt en viktig utgiftspost for de fleste norske bedrifter. Med sine omtrent 1700 ansatte, gjelder dette også for SalMar.

Tall i 1000	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekt	10 817 238	11 324 554	12 237 689	12 912 341	15 044 000
Lønnskostnad	929 100	1 040 438	1 202 494	1 319 961	1 540 000
Andel	8,59%	9,19%	9,83%	10,22%	10,24%
Gjennomsnittlig andel	9,61%				
Korrelasjon	0,986216755				

Tabell 17: Lønnskostnader (Tall i hele 1000)

Fra tabellen kan man se en sterk økning i lønnskostnadene i perioden fra 929 100 000 i 2017 til 1 540 000 000 i 2021. Når man tar med økningen i driftsinntekter i den samme perioden, ser man at andelen allikevel ikke har økt så mye. Selv om den har hatt stabil økning alle årene i perioden lå den i 2017 på 8,59% og i 2021 på 10,24%. Fiskeridirektoratets tall for kostnader pr/kg viser også en økning i lønnskostnader pr/kg for bransjen i den samme perioden. I 2017 var denne på 2,55 kr/kg mot 2,83 kr/kg i 2020. (Fiskeridirektoratet, 2021)

Selv om det har vært en økning i hele perioden, ser det ikke ut til at denne kostnaden vil øke drastisk som andel av driftsinntekt. Det er heller tenkelig at driftsinntekter i årene fremover vil øke, samtidig som lønnskostnadene heller reflekterer den mer forsiktige utviklingen man ser i resten av bransjen. Dette vil da føre til at prosentvis andel vil ligge på omtrent det samme nivået de kommende årene. Når man i tillegg har en svært høy korrelasjon mellom driftsinntekt og lønnskostnad, vil vi bruke gjennomsnittlig andel på 9,61% videre.

### 5.2.3 Andre driftskostnader

Av SalMars årsrapport fra 2020 vises det til at andre driftskostnader inkluderer vedlikehold, øvrige driftsomkostninger, driftsutstyr og forbruksmateriell samt frakt og leveringskostnader.

Tall i 1000	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekt	10 817 238	11 324 554	12 237 689	12 912 341	15 044 000
Andre driftskostnader	1 584 825	1 768 036	1 479 023	1 902 210	2 443 000
Andel	14,65%	15,61%	12,09%	14,73%	16,24%
Gjennomsnittlig andel	14,66%				
Korrelasjon	0,870424833				

Tabell 18: Andre driftskostnader (Tall i hele 1000)

Av tabellen kan man se at andelen er mindre stabil og at korrelasjonen er svakere enn for de andre kostnadene. Dette har nok en sammenheng med at poster som vedlikehold og øvrige driftsomkostninger i større grad er uforutsette kostnader og dermed har mindre sammenheng med driftsinntekt. Altså er dette noe SalMar i mindre grad har kontroll over og kan skalere ved økte inntekter. Allikevel er korrelasjonen mellom driftsinntekt og andre driftskostnader sterk, og vi kan benytte oss av gjennomsnittlig andel på 14,66%.

### 5.2.4 Prognose av fremtidige kostnader

Basert på de tidligere punktene vil de fremtidige estimerte kostnadene for SalMar som andel av driftskostnader bli:

Tall i 1000	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Driftsinntekt	19 632 498	18 253 101	18 613 934	19 823 840	21 112 390
Varekostnad (45,09%)	8 852 293	8 230 323	8 393 023	8 938 569	9 519 577
Lønnskostnad (9,61%)	1 886 683	1 754 123	1 788 799	1 905 071	2 028 901
Andre driftskostnader (14,66%)	2 878 124	2 675 905	2 728 803	2 906 175	3 095 076

Tabell 19: Prognose av driftskostnader (Tall i hele 1000)

## 5.3 Avskrivninger, nedskrivninger og investeringer

### 5.3.1 Avskrivninger og nedskrivninger

I motsetning til kostnadene, er avskrivninger og nedskrivninger vanskeligere å estimere. Dette kommer av at de ikke har en like klar regnskapsmessig sammenheng med driftsinntektene. En tenkelig måte å løse dette på er å sette opp avskrivninger som andel av anleggsmidler, mens

dette gir en noe høyere korrelasjon, blir man da nødt til å estimere fremtidige anleggsmidler. Det er heller ingen enkel oppgave. Derfor velger vi her, og fremdeles se på avskrivninger og nedskrivninger som en andel av driftsinntekter.

Tall i 1000	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekt	10 817 238	11 324 554	12 237 689	12 912 341	15 044 000
Avskrivninger og nedskrivninger	418 612	487 778	718 449	812 093	807 000
Andel	3,87%	4,31%	5,87%	6,29%	5,36%
Gjennomsnittlig andel	5,14%				
Korrelasjon	0,845409179				

Tabell 20: Avskrivninger og nedskrivninger (Tall i hele 1000)

Denne fremgangsmåten gir en grei korrelasjon som viser at estimeringen kan benyttes videre. Her ser man en varierende andel fra år til år. Både anleggsmidler og driftsinntekter har økt kraftig i perioden, så noe av denne svingningen må tenkes å komme av nettopp dette. SalMar benytter seg av lineær avskrivning og det er dermed lite sannsynlig at det vil komme noen store overraskelser. Derfor kan man argumentere for at det er best å benytte seg av gjennomsnittlig andel på 5,14%.

Tall i 1000	2017	2018	2019	2020	2021
Anleggsmidler	7 610 597	8 210 942	10 495 769	14 080 024	17 841 000
Vekst fra forrige år		7,89%	27,83%	34,15%	26,71%
Gjennomsnittlig vekst	24,14%				

Tabell 21: Gjennomsnittlig vekst i avskrivninger. (Tall i hele 1000)

Balansen til SalMar viser derimot en kraftig økning i anleggsmidler de siste tre årene. Det er klart at noe av dette reflekteres når man tar avskrivninger som andel av driftsinntekter. Allikevel ser man at avskrivninger og nedskrivninger har gått ned i 2021, samtidig som anleggsmidler har økt med 26,71%. Dette kan for eksempel komme av kjøp gjort sent i året, som dermed er registrert på balansen per 31.12.2021, men som ikke enda har blitt ført som en avskrivning. Med dette i tankene, og den kraftige veksten de siste årene, mener vi det er best å oppjustere den gjennomsnittlige andelen til 6%.

### 5.3.2 Investeringer

Om avskrivninger og nedskrivninger er vanskelig å estimere, er investeringer nærmest gjetting i forhold. Vi har allikevel forsøkt å ta med investeringer som forskjellen mellom



varige driftsmidler utgående og inngående balanse, justert for avskrivninger og nedskrivninger. Deretter kan man velge å se på veksten i investeringer eller andelen disse utgjør av driftsinntekter. Begge fremgangsmåtene gir noe tvilsomme estimat. Veksten, er svært varierende og det samme gjelder andelen investeringer utgjør av driftsinntekter. Dette kommer av at investering er en uforutsigbar kostnad. Det er ikke enkelt å si hva bedriftens ledelse mener er nødvendig å bruke på investeringer fra år til år.

Tall i 1000	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekt	10 817 238	11 324 554	12 237 689	12 912 341	15 044 000
Varige driftsmidler (UB)	3 604 770	3 591 490	4 939 621	6 402 795	8 010 000
Varige driftsmidler (IB)	3 137 522	3 604 770	3 591 490	4 939 621	6 402 795
Avskrivninger og nedskrivninger	418 612	487 778	718 449	812 093	807 000
Investeringer	885 860	474 498	2 066 580	2 275 267	2 414 205
Vekst		-46,44%	335,53%	10,10%	6,11%
Andel	8,19%	4,19%	16,89%	17,62%	16,05%
Gjennomsnittlig andel	12,59%				
Korrelasjon	0,81605839				

Tabell 22: Investeringer. (Tall i hele 1000)

Allikevel kan det tenkes at den har noe sammenheng driftsinntekten i et gitt år. Man ser faktisk en overraskende høy korrelasjon mellom driftsinntekt og investeringer. Dermed kan man bruke gjennomsnittlig andel på 12,59%. Witzøe uttalte nylig at SalMar forventer å invester 2,1 milliarder i sin verdikjede i 2022. Dette ser vi da ligger omtrent på samme nivå som de tre siste årene. Ettersom vi forventer en økning i driftsinntektene, og investering rundt samme nivået som de siste tre årene, mener vi det er best å sette investeringer til 14% av driftsinntekter. (Knudsen, 2022)

#### 5.4 Arbeidskapital

Arbeidskapital som nevnt tidligere brukt til å måle bedriftens tilgjengelige likviditet med den kortsiktige gjelden i betraktning. Den kortsiktige gjelden til SalMar er for det meste leverandørgjeld og eiendelene er biologiske. Arbeidskapitalen er det umulig å ha en konkret beregning på da den endres fra år til år. For å komme fram til et estimat for den fremtidige arbeidskapitalen så ser vi på gjennomsnittet av hvordan SalMar sitt arbeidskapital har vært de siste årene. Vi må også ta hensyn til Covid-19 og effekten den hadde i år 2020 og 2021.

År	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekt	10 817 238 000	11 342 554 000	12 237 589 000	12 912 341 000	15 044 000 000
Arbeidskapital	2 575 752 000	3 489 449 000	4 242 330 000	3 181 874 200	5 558 000 000
Endring i arbeidskapital	-1 031 604 000	913 697 000	752 881 000	-1 060 455 800	2 376 125 800
Arbeidskapital%av Driftsinntekt	24 %	31 %	35 %	25 %	37 %
Gjennomsnitt %	30,17 %				

Tabell 23: Arbeidskapital. (Tall i hele 1000)

Vi ser her at 30,17% av driftsinntektene består av arbeidskapitalen. Vi bruker det i våre prognoser.

År	2022	2023	2024	2025	2026
Driftsinntekt	16375358118,653,	17 981 780 750	19 745 793 442	21 682 855 778	23 809 943 930
Arbeidskapital	4 912 607 436	5 394 534 225	5 923 738 033	6 504 856 733	7 142 983 179
Endring i arbeidskapital	-645 392 564	481 926 789	529 203 807	581 118 701	638 126 446

Tabell 24: Prognose av arbeidskapital. (Tall i hele 1000)

## 5.5 Fri kontantstrøm

Basert på de tidligere delene kommer vi frem til følgende kontantstrøm for årene 2021-2026.

Her er året 2021 basert på tallene vi hentet fra fjerde kvartalsrapport, og 2022-2026 er estimert, slik som vi har drøftet tidligere i denne delen.

Tall i 1000	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Driftsinntekt	15,044,000	19,632,498	18,253,101	18,613,934	19,823,840	21,112,390
Varekostnad	7,328,000	8,852,293	8,230,323	8,393,023	8,938,569	9,519,577
Lønnskostnad	1,540,000	1,886,683	1,754,123	1,788,799	1,905,071	2,028,901
Andre driftskostnader	2,443,000	2,878,124	2,675,905	2,728,803	2,906,175	3,095,076
<b>EBITDA</b>	<b>3,733,000</b>	<b>6,015,397</b>	<b>5,592,750</b>	<b>5,703,309</b>	<b>6,074,025</b>	<b>6,468,836</b>
Avskrivning og nedskrivning	807,000	1,177,950	1,095,186	1,116,836	1,189,430	1,266,743
<b>Operasjonelt driftsresultat (EBIT)</b>	<b>2,926,000</b>	<b>4,837,447</b>	<b>4,497,564</b>	<b>4,586,473</b>	<b>4,884,594</b>	<b>5,202,093</b>
Skatt (22%)	643,720	1,064,238	989,464	1,009,024	1,074,611	1,144,460
<b>Driftsresultat etter skatt</b>	<b>2,282,280</b>	<b>3,773,209</b>	<b>3,508,100</b>	<b>3,577,449</b>	<b>3,809,983</b>	<b>4,057,632</b>
Avskrivning og nedskrivning	807,000	1,177,950	1,095,186	1,116,836	1,189,430	1,266,743
Investeringer	2,414,205	2,748,550	2,555,434	2,605,951	2,775,338	2,955,735
Endring arbeidskapital	2,376,200	-645,393	481,927	529,204	581,119	638,126
<b>Fri kontantstrømt (FCF)</b>	<b>3,051,275</b>	<b>1,557,217</b>	<b>2,529,779</b>	<b>2,617,538</b>	<b>2,805,195</b>	<b>3,006,768</b>

Tabell 25: Prognose av frie kontantstrømmer. (Tall i hele 1000)

## 5.6 Terminalverdi

Terminalverdien til selskapet indikerer selskapets verdi i fremtiden etter de årene vi har funnet. Det vil si fra 2026 og utover. For å finne terminalverdien velger vi å benytte oss av Gordons formel:

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

Den kontantstrømmen vi bruker er den siste prognostiserte kontantstrømmen i 2026. Vi neddiskonterer for å finne dagens verdi. Vekstraten ( $g$ ) er en indikator på hvordan framtidig vekst kommer til å være i framtiden. Terminalverdien tar utgangspunkt i all overskuelig framtid og vekstraten vil dermed avta over tid. I våre beregninger velger vi å sette vekstraten litt under inflasjonsmålet på 2%. Vi antar en vekstrate på 1,5% for å skaffe oss en liten sikkerhetsmargin.

## 6. Finansiell analyse

I dette kapitlet skal vi komme frem til avkastningskravet på totalkapitalen til selskapet. Et avkastningskrav sier noe om hvor høy avkastning aksjeeierne krever å få tilbake ved investering. For at investorer skal finne investeringen lønnsomt er det viktig at avkastningskravet tilsvarer den avkastningen de ville fått dersom de hadde plassert pengene alternativt. Vi har hentet alle modeller i dette kapitlet fra lærebøkene «Finansielle Emner» og «Principles of Corporate Finance».

### 6.1 Kapitalverdimodellen (CAPM)

Kapitalverdimodellen eller CAPM (Capital Asset Pricing Model) er en modell som brukes for å beregne forventet avkastning på egenkapitalen til investeringen. Dette beregnes ut ved hjelp av risikofri rente, markedets risikopremie og beta. Med andre ord tar altså CAPM utgangspunkt i forholdet mellom markedsbasert risiko (systematisk risiko) og den forventede avkastningen. Den markedsbaserte risikoen er en type risiko som vi ikke kan kvitte oss med, og som vi dermed krever betaling for å ta på oss.

#### 6.1.1 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er differansen mellom den forventede avkastningen til markedsporteføljen og den risikofrie renten. Det forteller noe om hvor mye avkastning man krever fra markedet i forhold til hvor mye man får hvis man plasserer penger risikofritt. Norske Finansanalytikeres Forbund og PWC har gjennomført en undersøkelse i 2021 og funnet at markedets risikopremie ligger på rundt 5%. Det har den ligget på i flere år. Vi velger derfor å bruke 5% i våre utregninger.

#### 6.1.2 Risikofri rente

Den risikofrie renten er den avkastning man oppnår ved å investere i en risikofri eiendel. Dette kan bare være eiendeler som statsobligasjoner og eiendeler man får renter på uten noen form for risiko. Hvis man investerer i en eiendel med risiko, vil man kreve en høyere

avkastning enn den risikofrie renten, som betaling for å ta på seg risiko. 10-årig statsobligasjon er det som er vanligst å benytte som mål på den risikofrie renten i det norske markedet. I den årlige rapporten om risikopremien i det norske marked av PWC kommer det frem at målingen per 1. november 2021, var på 1,7% på et 10årig statsobligasjon. Vi velger derfor å bruke 1,7% som risikofri rente i våre beregninger.

### 6.1.3 Aksjebeta

Aksjebetaen sier noe om hvor mye aksjekursen svinger i forhold til markedet. Betaen til markedet er satt til 1. Dersom aksjen har en betaverdi på mer enn 1, betyr dette at det er større risiko knyttet til denne i forhold til resten av markedet. Hvis betaverdien derimot er lavere enn 1, betyr det at aksjen er mindre risikabel sammenlignet med markedet.

Formelen for utregning av beta er slik:

$$\beta = \frac{Cov(R_j, R_m)}{Var(R_m)}$$

$Cov(R_j, R_m)$  = Kovariansen mellom en aksje og markedet

$Var(R_m)$  = Varians i markedet

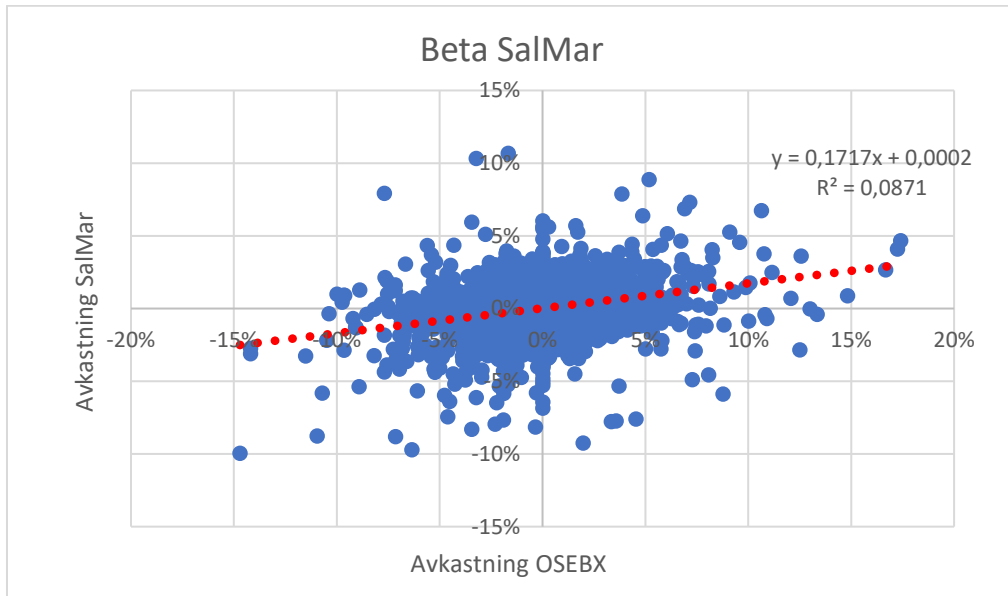
Variance OSEBX	0,000220
Cov OSEBX og SALM	0,0001116
Betaverdi SALM	0,5070222

Tabell 26: Betaverdi SalMar

For å beregne betaverdien har vi benyttet daglige historiske data fra de siste 5 årene for SalMar og Oslo Børs. Vi bruker altså Oslo Børs som mål på markedet. Ved å laste ned data fra Euronext.com for SalMar og Oslo børs for de siste fem årene, fant vi en kovarians på 0,0001116. Variansen til markedet var på 0,000220. Dette gir da en betaverdi for SalMar på 0,51. SalMar er dermed mindre volatil enn det norske markedet de siste 5 år. En ulempe med ujustert beta er at det kun tar hensyn til historisk data, og vil dermed ikke være en god indikator for framtiden. Selskaper blir mer diversifiserbare og som følge av dette vil betaverdien nærme seg 1. Den justerte beta vil være et bedre estimat på selskapets volatilitet da den antar at betaverdien går mot 1 over tid og vektlegger den ujusterte betaen og markedet. (Corporate Finance Institute, u.å)

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

$$0,51 * \frac{2}{3} + 1 * \frac{1}{3} = 0,673$$



Figur 14: Regresjonslinje beta SalMar

Ved å plote inn dataene fra 5 år tilbake i et punktdiagram, for så deretter finne regresjonslinjen ser vi at stigningstallet blir lik betaverdien på 0,51. I våre beregninger for avkastning på egenkapital velger vi likevel å bruke den justerte betaen.

#### 6.1.4 Avkastning på egenkapital

Avkastning på egenkapital regnes ut etter denne formelen:

$$Re = Rf + \beta(Rm - Rf)$$

Ved en risikofri rente på 1,7%, en Betaverdi til SalMar på 0,51 og markedets risikopremie på 5% får vi en avkastning til egenkapitalen på:

$$Re = 1,7\% + 0,673(6,7\% - 1,7\%)$$

$$Re = 5,1\%$$

## 6.2 WACC

WACC (Weighted Average Cost of Capital) eller avkastningen på totalkapitalen beregnes ved hjelp av egenkapitalavkastningskrav, gjeldsandel, gjeldskostnad og skatt. WACC vektet altså avkastningen på egenkapitalen og kostnaden på gjeld. Formelen for WACC er som følger:

$$WACC = Re \cdot \left(\frac{E}{T}\right) + \left(Rg \cdot \frac{G}{T} \cdot (1 - S)\right)$$

Re = Avkastning på egenkapital

Rg = Gjeldskostnad

T= Totalkapital

E = Egenkapital

G = Gjeldsandel

S = Skattesats

### 6.2.1 Egenkapital- og gjeldsandel

I avsnitt 4.3.1 fant vi at egenkapitalandelen for 2021 var på 55,13%, følgende blir gjeldsandelen da 44,87%. Vi legger da disse andelene til grunn i utregningen vår av WACC.

### 6.2.2 Gjeldskostnad

For å finne gjeldskostnadene de fem tidligere årene har vi sett på årsrapportene til SalMar fra 2017 til 2021.

	2017	2018	2019	2020	2021
Rentebærende gjeld	1 399 600	1 767 300	3 133 000	5 116 000	6 445 000
Rentekostnader	95 900	105 100	157 700	139 600	169 000
Gjeldskostnad i %	6,85 %	5,95 %	5,03 %	2,73 %	2,62 %
					4,64 % Gjennomsnitt

Tabell 27: Gjeldskostnad. (Tall i hele 1000)

Vi velger å bruke den gjennomsnittlige gjeldskostnaden de fem siste årene i vår beregning til avkastning på totalkapitalen. Denne er på 4,64%. Vi ser at i 2020 og 2021 er gjeldskostnaden relativt lav i forhold til de tidligere årene. Dette kan skyldes coronapandemien og en svært lav rente i disse årene. Vi tror at renten ikke kommer til å holde seg like lav i fremtiden og SalMar vil mest sannsynlig få en høyere gjeldskostnad de nærmeste framtidige årene.

### 6.2.3 Utregning av WACC

I og med at SalMar er et norsk selskap vil vi bruke 22% som skattesats.

Utregningen til avkastningen på total kapitalen blir som følger:

$$WACC = 5,1\% \cdot (55,13\%) + (4,64\% \cdot 44,87\% \cdot (1 - 0,22))$$

$$WACC = 4,44\%$$

Et avkastningskrav på 4,44% er ganske lavt, men vi velger likevel å benytte oss av denne i oppgaven. Vi vil i sensitivitetsanalysen, som kommer senere, se hvordan et høyere avkastningskrav vil påvirke aksjekursen for SalMar.

## 7 Fundamental analyse

### 7.1 DCF metoden

I dette kapitlet skal vi komme frem til en verdsettelse av SalMar. Til å verdsette SalMar vil vi benytte oss av DCF-modellen (Discounted Cash Flow). Måten dette vil gjøres på er ved å bruke WACC, som vi fant tidligere, til å diskontere de frie kontantstrømmene tilbake til dagens verdi. Når vi finner verdien av SalMar, vil vi videre komme fram til en verdi per aksje.

WACC	4,44 %					
Vekstrate (g)	1,5 %					
År	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Fri Kontantstrøm	3 051 275	1 557 217	2 529 779	2 617 538	2 805 195	3 006 760
Terminalverdi						82 303 275
Nåverdi (markedsverdi)	93 330 641					

Tabell 28: Nåverdiberegning. (Tall i hele 1000)

Vi trekker ut den rentebærende gjelden fra 2021 ut fra markedsverdien vi har kommet frem til for SalMar. Dette gjør vi for å finne egenkapitalen. Vi får da følgende tall:

$$93\,330\,641 - 6\,445\,000 = 86\,885\,641$$

For å finne SalMars aksjekurs dividerer vi dette på antall aksjer som SalMar har utstedt. Per 31.12.21 er det snakk om 117 799 999 aksjer. Vi får da følgende aksjekurs:

$$\frac{86\,885\,641,38}{117799,999} = 737,57$$

31.12.2021 var aksjekursen til SalMar på 608 NOK. Dette var en tid der Norge var sterkt preget av corona. Landet var nedstengt, og det var mye usikkerhet i markedet. Markedet kan derfor ha undervurdert verdien til SalMar. I 2022 gikk aksjekursen opp betraktelig mye når landet åpnet opp. I april 2022 ligger aksjekursen på SalMar rundt 740 kroner.

## 7.2 Dividendemodellen

En annen metode for å regne ut aksjekurs er dividendemodellen. Den tar hensyn til utbytte, avkastningskravet og vekstraten. Vi bruker Gordon's formel, og prisen per aksje beregnes slik:

$$P_0 = \frac{DIV}{r - g}$$

Fra Yahoo Finance er det oppgitt at SalMar har en årlig utbetaling på 20 kroner per aksje. Vi velger å bruke den samme vekstraten for vekst i utbytte som vi bruker for vekst i DCF-modellen, altså 1,5%. Vekstraten skal egentlig være basert på vekst i utbytte, men SalMar har satt 20 kroner per aksje som utbytte, og det er derfor vanskelig å gi et estimat på framtidig vekst.

Aksjekursen for SalMar den 31.12.2021 med bruk av dividendemodellen blir da:

$$\frac{20}{0,0444 - 0,015} = 680,27$$

Dette er om lag 80 kroner mer enn hva SalMars aksjekurs i utgangen av 2021. Denne modellen tar derimot kun utgangspunkt i utbetaling av utbytte, og derfor velger vi å vektlegge DCF-modellen i større grad enn dividendemodellen- DCF-modellen tar hensyn til kontantstrømmer og trekker inn flere parameter enn dividendemodellen. Vi vektlegger dividendemodellen 20% og DCF-metoden 80% i vår fundamentale verdsettelse. Dette gjør at vi får en aksjekurs på 726,11 kroner.

## 8. Multippelanalyse

I denne delen av teksten vil vi benytte en annen tilnærming til verdsettelse enn tidligere. Her vil vi benytte oss av multippelanalyse, også kalt, komparativ analyse. Denne typen analyse



gjennomføres ved at man ser på prisen til selskapet ved hjelp av forskjellige multipler. Disse multiplene kan en så bruke for å sammenligne SalMar med sine konkurrenter, for å danne seg et inntrykk av om selskapet er overpriset, underpriset eller har riktig pris på børs. Multiplene vi velger å benytte oss av i denne delen er: P/E (Price/Earnings), P/B (Price/ Book value), EV/EBITDA (Enterprise value/ Earnings before interest, taxes, depreciations and amortizations), EV/EBIT (Enterprise value/ Earnings before interest and taxes) og EV/KG (Enterprise value/ Antall kg slaktet fisk). Konkurrentene vi skal sammenligne med har blitt klargjort for tidligere i teksten. Hovedkilden her vil være Brealy, Myers og Allen 2020 og Kaldestad og Møller 2016.

## 8.1 P/E Ratio - (Pris til fortjeneste)

P/E ratio er også kjent som fortjeneste-multippel. Den brukes av analytikere og investorer til å finne ut forholdet mellom hva per aksje er verdt mot hva resultatet fordelt på per aksje er. Høye P/E ratioer betyr ofte at selskapet er overpriset eller at det er forventet en høy vekstrate fremover. Lave P/E ratioer vil si at selskapet er underpriset i forhold til andre selskaper i samme marked.

Vi bruker følgende formel for å beregne pris til fortjeneste:

$$P/E = \frac{\text{Market cap (pris per aksje)}}{\text{Resultat (resultat per aksje)}}$$

P/E	SalMar	Mowi	Norwegian Royal Salmon	Grieg Seafood	Lerøy
Aksjekurs	608	208,7	163,40	83,1	68,96
Resultat per aksje	22,61	8,95	14,3	10,7	4,42
Multiplikator	26,89	23,32	11,43	7,77	15,60
Gjennomsnittlig P/E ratio (Konkurrenter)	14,53				

Tabell 29: P/E analyse

For å regne ut SalMar sin aksjekurs med hensyn til gjennomsnittlige P/E ratio så bruker vi følgende formel:

$$\text{Aksjekurs} = \text{Gjennomsittlige P/E} \cdot \text{Resultat per aksje}$$

<b>Bransjens P/E</b>	<b>14,53</b>
<b>Resultat per aksje</b>	<b>22,61</b>
<b>Aksjekurs</b>	<b>328,52</b>

Tabell 30: SalMar aksjekurs basert på bransjens P/E

Vi får en estimert aksjepris på NOK 328,5 per aksje for SalMar med hensyn til den gjennomsnittlige P/E ratioen til konkurrentene. Estimeringen er lavere enn dagens pris og det kan være flere faktorer som påvirker dette. Norway Royal Salmon og Grieg Seafood drar ned snittet med sine tall, men dette kan være faktorer som er påvirket av en pandemi som skapte uro i markedet generelt. Lave P/E verdien til NRS og Grieg tilsier jo at disse aksjene er billigere enn gjennomsnittet i markedet som har en multiplum på 14,53. Både MOWI og Lerøy er over gjennomsnittet og det trenger ikke å være at disse er overpriset. Det kan også være tegn på at markedet forventer en vekst i tallene for fremtiden. SalMar sin P/E multiplum er på 26,89 som er nesten dobbelt av gjennomsnittet. Dette kan bety som nevnt tidligere at markedet forventer en vekst i fremtiden og trenger ikke å bety at SalMar er overvurdert.

## 8.2 Price/Book

P/B brukes ofte av investorer og analytikere til å få en indikasjon på om et selskap er riktig prissatt. Det er forholdet mellom verdien til hva markedet syns selskapet er verdt relativt til hva den bokførte verdien er. Det er vanskelig å bruke P/B ratio til å drøfte om en aksje er underprisen eller overpriset. Forskjellige industrier har forskjellige "gode" P/B ratioer.

Vi bruker følgende formel for å beregne P/B ratio:

$$P/B = \frac{\text{Market cap (pris per aksje)}}{\text{Bokført verdi (Bokført verdi per aksje)}}$$

P/B	SalMar	Mowi	Norwegian Royal Salmon	Grieg Seafood	Lerøy
Bokført egenkapital (Tall i 1000)	15 483 000	27 910 736	4 443 350	5 563 302	19 323 103
Antall aksjer	117 799 999	517 111 091	43 572 191	113 447 042	595 773 680
Aksjekurs	608	208,7	163,40	83,1	68,96
Bokført egenkapital per aksje	131,43	53,97	101,98	49,04	32,43
Multiplikator	4,63	3,87	1,60	1,69	2,13
Gjennomsnittlige P/B (Konkurrenter)	2,32				

Tabell 31: P/B analyse. (Tall i hele 1000)

Gjennomsnittlig P/B hos konkurrentene er på 2,32. Dette kan brukes til å se om SalMar sin markedsverdi ligger over eller under med tanke på bransjen sitt gjennomsnittlig verdi. Det er ingen fasit på en god P/B. SalMar har en P/B på 4,63 som tilsier at SalMar har en aksje som er 4,63 ganger SalMar sin bokførte egenkapital. Dette er en del høyere enn konkurrentene. Dette kan være tegn på at man forventer en vekst i markedet i fremtiden og at investorene har store forhåpninger. Grieg og Norway Royal Salmon har veldige lave P/B multiplum noe som kan peke på at de er underpriset i forhold til konkurrentene.

Vi regner ut SalMars sin aksjekurs etter med hensyn til den gjennomsnittlige P/B ratio ved å bruke følgende formel:

Bransjens P/B	2,32
Bokført egenkapital per aksje	131,43
Aksjekurs	304,92

Tabell 32: SalMars aksjekurs basert på bransjens P/B

Vi får en estimert aksjepris på NOK 304,91 kr per aksje basert på konkurrentens gjennomsnittlige P/B.

### 8.3 EV/EBITDA og EV/EBIT

Enterprise value (EV), eller selskapsverdi på norsk er en metode for å vise til verdien av et selskap med grunnlag i markedsverdiene. Formlene som har blitt brukt for å finne EV er som følger:

$$\text{Markedsverdi av egenkapital} = \text{Pris per aksje} \cdot \text{Antall aksjer}$$

$$EV = \text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto rentebærende gjeld}$$

Etter dette har vi regnet ut multiplene EV/EBITDA og EV/EBIT. Markedsverdien til selskapet deles altså på driftsresultatet med og uten avskrivninger. Dette er multipler som i teorien kan fortelle om et selskap er for høyt, eller lavt verdsatt på børs, ved å sammenligne multiplene med konkurrentene. En lav multiplenummer sammenlignet med resten av bransjen vil bety at selskapet er for lavt verdsatt, og en høy multiplenummer vil bety at selskapet er for høyt verdsatt. Under er dermed vedlagt EV/EBITDA og EV/EBIT for SalMar og deres konkurrenter. Dette er så regnet sammen i et gjennomsnitt. (Corporate Finance Institute, 2022) (Hayes, 2022)

Tall i 1000	SalMar	Mowi	Lerøy	Norwegian Royal Salmon	Grieg Seafood
Markedsverdi av egenkapital	71 622 399	107 921 085	40 923 694	7 119 696	9 427 449
Netto rentebærende gjeld	4 576 000	11 969 496	3 297 487	2 288 586	2 290 520
Enterprise value (EV)	76 198 399	119 890 581	44 221 181	9 408 282	11 717 969
EBITDA	3 734 000	6 571 656	3 778 000	494 157	818 044
EBIT	2 927 000	5 732 944	2 519 000	344 260	442 370
EV/EBITDA	20,41	18,24	11,70	19,04	14,32
EV/EBIT	26,03	20,91	17,56	27,33	26,49
Bransjens EV/EBITDA	15,83				
Bransjens EV/EBIT	23,07				

Tabell 33: EV tabell. (Tall i hele 1000)

Av tabellen kan man se at SalMar har en EV/EBITDA på 20,41 mot et bransjegjennomsnitt på 15,83. Dette vil da indikere at SalMar sin aksje er overpriset. Spesielt sammenlignet med Lerøy og NRS kan man se lave multipler. Mowi derimot har en multippel nærmere SalMar, på 18,24. Ved bruk av bransjens EV/EBITDA kan man estimere SalMar sin aksjekurs. Merk at ettersom tallene over er i 1000, må antall aksjer også deles på 1000. Formelen er da som følger:

$$\text{Aksjekurs} = \frac{\text{Bransjens EV/EBITDA} \cdot \text{EBITDA} - \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Antall aksjer}/1000}$$

Bransjens EV/EBITDA	15,83
EBITDA	3 734 000
Netto rentebærende gjeld	4 576 000
Antall aksjer	117 799 999
Aksjekurs	462,87

Tabell 34: Bransjens EV/EBITDA

Når man ser på EV/EBIT kan man se at SalMar ligger nærmere bransjesnittet med 26,03 mot 23,07. Fra prognosen av kontantstrømmer vet vi at SalMars avskrivninger, nedskrivninger og investeringer er økende. Allikevel ser vi at de forholdsvis er lavere enn bransjens gjennomsnitt. Ved bruk av formelen over, for EBIT i stedet for EBITDA kan man estimere en aksjekurs på:

Bransjens EV/EBIT	23,07
EBIT	2 927 000
Netto rentebærende gjeld	4 576 000
Antall aksjer	117 799 999
Aksjekurs	534,41

Tabell 35: SalMars aksjekurs basert på EV/EBIT

#### 8.4 EV/KG

EV/KG er en multiplum som brukes i oppdrettsnæringen. Dette er et mål på “direkte eksponering per krone investert per kilo laks” (Berge, 2013). Altså får man et tall på hvor mye bedriften slakter, mot hva deres markedsverdi er. Her vil en lav EV/KG indikere en billig aksje, og en høy EV/KG vil indikere en dyr aksje. Merk at slaktevolum her er i tonn, ettersom de andre tallene også er i 1000. (Berge, 2013)

$$EV/KG = \frac{EV}{Slaktevolum}$$

Tall i 1000	SalMar	Mowi	Lerøy	Norwegian Royal Salmon	Grieg Seafood
Markedsverdi av egenkapital	71 622 399	107 921 085	40 923 694	7 119 696	9 427 449
Netto rentebærende gjeld	4 576 000	11 969 496	3 297 487	2 288 586	2 290 520
Enterprise value (EV)	76 198 399	119 890 581	44 221 181	9 408 282	11 717 969
Slaktevolum	182 100	456 600	186 635	49 640	75 601
EV/KG	418,44	262,57	236,94	189,53	155,00
Bransjens EV/KG	211,01				

Tabell 36: EV/KG tabell. (Tall i hele 1000)

Av tabellen over kan man se stor variasjon i markedet. Her er det også en klar tendens til at de mindre selskapene som NRS og Grieg gir bedre eksponering mot laksemarkedet. Deretter blir eksponeringen gradvis verre til større selskapet blir, til man når Mowi med 262,57. SalMar derimot har en svært høy EV/KG på 418,44 sammenlignet med konkurrentene. Dette må trekke i negativ retning for estimering av SalMars aksjekurs. Man kan og benytte EV/KG til å finne aksjekursen.

$$Aksjekurs = \frac{Bransjens EV/KG \cdot Slaktevolum - Netto rentebærende gjeld}{Antall aksjer/1000}$$

Bransjens EV/KG	211,01
Slaktevolum	182 100
Netto rentebærende gjeld	4 576 000
Antall aksjer	117 799 999
Aksjekurs	287,34

Tabell 37: SalMars aksjekurs EV/KG

#### 8.4 Drøfting og oppsummering

Resultatene fra multippelanalysen er forskjellige priser med en del variasjon. For de fleste multiplene er det SalMar selv som er ekstremverdien i markedet, noe som gir uttrykk for en overpriset aksje. Samtidig er det viktig å understreke at denne fremgangsmåten ikke tar hensyn til forventet fremtidig vekst i selskapet. En tidlig tanke her er at aksjonærene venter en vekst i SalMar, og har presset opp aksjeprisen og “Enterprise value” slik at selskapet fremstår som overpriset i denne analysen.

For å komme frem til en aksjepris som representerer hele multippelanalysen har vi valgt å benytte et enkelt gjennomsnitt. Et alternativ her kunne vært og vektet de ulike kursene ulikt, eller å ekskludere ekstremverdier, som EV/KG. Allikevel ser vi ingen grunnlag for å gjøre dette, og dette føles mer som et grep for å få aksjeprisen mer mot “hva vi vil se”. Vi stiller oss derimot kritiske til denne tilnærmingen ettersom den ikke tar hensyn til forventet fremtidig vekst. Vi tar allikevel med den samlede aksjekursen på 394,41, men vektingen av denne kommer til å bli lav sammenlignet med andre tilnærminger.

Aksjekurs P/E	382,52
Aksjekurs P/B	304,91
Aksjekurs EV/EBITDA	462,87
Aksjekurs EV/EBIT	534,41
Aksjekurs EV/KG	287,34
Gjennomsnitt	394,41

Tabell 38: Gjennomsnittlig aksjekurs multippelanalyse

## 9. Sensitivitetsanalyse

En sensitivitetsanalyse tar for seg ulike scenarioer som kan være med på å påvirke SalMars aksjekurs. Med andre ord skal vi se på hvordan en endring i ulike faktorer kan endre vårt estimat på aksjekursen (Boye, Koekebakker, Krakstad og Oust, 2018). Vi kommer til å se på

den risikofrie renten, beta, vekst (g) og avkastningskravet. I tillegg vil vi se hvordan lakseprisen og slaktevolumet vil påvirke aksjekursen til SalMar.

### 9.1.1 Aksjebeta og risikofri rente

		Risikofri rente				
		1,0 %	1,5 %	1,7 %	2,0 %	2,5 %
Aksjebeta	0,3	1510,66	1262,31	1184,88	1087,1	948,32
	0,5	1087,1	948,32	902,52	842,83	754,34
	0,673	868,01	777,81	737,57	700,99	636,99
	0,9	683,92	622,63	601,2	570,6	527,37
	1,20	527,37	488,34	474,38	455,29	424,94

Tabell 39: Sensitivitetsanalyse av aksjebeta og risikofri rente

De første faktorene vi har valgt å se på er den risikofrie renten og aksjebetaen. Begge disse vil ha påvirkning for egenkapitalavkastningskravet, og følgelig også for totalegenkapitalavkastningskravet. Av tabellen kan vi se at dersom betaen holdes konstant og den risikofrie renten øker, vil aksjekursen gå ned. Årsaken til at aksjekursen går ned når risikofri renten øker og beta holdes konstant, er fordi en høyere risikofri rente tilsvarer at det vil være mer lønnsomt å investere pengene risikofritt. Det vil si at man får mindre betalt for å ta på seg risiko ved å investere i aksjen, kontra i en risikofri eiendel.

De første faktorene vi har valgt å se på er den risikofrie renten og aksjebetaen. Begge disse vil ha påvirkning for egenkapitalavkastningskravet, og følgelig også for totalkapitalavkastningskravet. Av tabellen kan vi se at dersom betaen holdes konstant og den risikofrie renten øker, vil aksjekursen gå ned. Årsaken til at aksjekursen går ned når risikofri renten øker og beta holdes konstant, er fordi en høyere risikofri rente tilsvarer at det vil være mer lønnsomt å investere pengene risikofritt. Det vil si at man får mindre betalt for å ta på seg risiko ved å investere i aksjen, kontra i en risikofri eiendel.

Den parameteren som har størst utfall på aksjekursen er i vårt tilfelle aksjebetaen. Ved en risikofri rente på 1% har aksjekursen et sprang fra 1510,66 til 527,37 henholdsvis med en betaverdi på 0,3 og en betaverdi på 1,2. Dette er nesten en endring på 1000 kroner. SalMar er svært sensitiv for en endring av aksjebetaen. Dette kan skyldes at desto høyere aksjebeta, jo større risiko er det knyttet til SalMar-aksjen kontra markedsporteføljen.

Vi ser at når vi bruker en risikofri rente på 10års statsobligasjoner (1,7%) får vi en aksjekurs på 737,57 kroner. Data hentet fra statistisk sentralbyrå viser at NIBOR renta i desember i

2021 var på 0,97%. Dette er nesten tilsvarende 1% og ved 1% risikofri rente og en aksjebeta på 0,673 ser man i tabellen at aksjekursen er 868,01 kroner.

### 9.1.2 Endring i vekstrate og avkastningskrav

Videre har vi sett på i hvor stor grad vekstraten og avkastningskrav påvirker kursmålet. Man kan forvente at en større vekstrate vil øke kursen på aksjen. Vekstraten har svært stor betydning på kursmålet. Dette er fordi den påvirker terminalverdien, som utgjør den største delen av markedsverdien. Spesielt ved store selskaper kan en liten endring i vekstraten gi stort utslag i aksjekurs.

		Vekst				
		1 %	1,50 %	2 %	2,50 %	3 %
WACC	4 %	739,38	879,24	1089,03	1438,68	2137,98
	4,44 %	636,02	737,57	880,74	1097,71	1465,35
	5 %	537,41	608,84	704,07	837,4	1037,38
	5,5 %	470,15	524,4	594,15	687,15	817,34
	6 %	416,38	458,77	511,75	579,87	670,69

Tabell 40: Sensitivitetsanalyse av vekstrate og avkastningskrav

Vi ser at dersom vi holder avkastningskravet konstant på 4% (noe som er veldig lavt) og øker veksten vil det gi store utslag i aksjekursen. Dette kan forklares med at et lavt avkastningskrav vil gi en større nåverdi av selskapet, samtidig som at en økende vekstrate vil gi stort utslag i terminalverdien. Hvis man holder vekstraten konstant og øker avkastningskravet vil nåverdien av selskapet minke, og følgelig vil aksjekursen også bli lavere. I våre beregninger fikk vi en WACC på 4,44. En liten endring i vekstraten vil gi store utslag for aksjekursen. Hadde vi valgt å bruke en vekstrate på 3% hadde vi endt opp med en aksjekurs på 1465,35. Årsaken til at aksjekursen blir høyere ved en økning av vekstraten er fordi vekstraten har stor betydning for terminalverdien. Store deler av markedsverdien kommer fra terminalverdien. Vi har vært litt konservative og valgt en lav vekstrate for å ha en sikkerhetsmargin da vekstraten går mot all overskuelig framtid.

Videre i sensitivitetsanalysen har vi valgt å se på i hvor stor grad aksjekursen påvirkes av en endring i slaktevolumet til SalMar. For å finne dette har vi økt slaktevolumet for å finne ny driftsinntekt de neste 5 årene. Etter det fant ny kontantstrøm og brukte DCF-metoden for å finne ny nåverdi.



Endring i slaktevolum	-10 %	-5 %	0 %	5 %	10 %
Aksjekurs	666,74	702,16	737,57	772,98	808,4
Endring i aksjekurs	-9,6 %	-4,8 %	0,0 %	4,8 %	9,6 %

Tabell 41: Sensitivitetsanalyse av slaktevolum

For å se hvordan en endring i slaktevolumet påvirker SalMars aksjekurs har vi sett på hvordan endringen i slaktevolumet har vært de tidligere årene. Fra kapittel 5.1 tabell 13, ser man at en gjennomsnittlig endring de siste 5 årene er på 9,61%. Vi har derfor valgt å se på små prosentvise endringer i slaktevolumet. Vi ser fra tabellen at aksjekursen endrer seg med 9,6% hvis slaktevolumet enten øker eller minker 10%. Utslagene fra tabellene er derimot relativt lave, da spennet fra -10% til 10% endring i slaktevolumet bare påvirker aksjekursen med cirka 140 kroner.

Fra sensitivitetsanalysen ser vi at aksjekursen til SalMar påvirkes av alle parameterne vi har valgt å se på. Vi vil spesielt trekke fram hvordan sammenhengen mellom vekstrate og WACC gir store utslag i aksjekursen.

## 10. Drøfting og konklusjon

I denne bacheloroppgaven har vi sett på SalMar ASA. Vår hensikt med oppgaven var å gjøre en verdivurdering av selskapet for deretter å komme med en kjøps-, salgs- eller hold anbefaling. For å komme fram til en vurdering av aksjeprisen til SalMar har vi brukt flere verdsettelsesmetoder. Vi har brukt DCF-modellen, dividendemodellen og gjennomført en multippelanalyse. For å få et oversiktlig bilde av bedriften har vi også gjennomført en regnskapsanalyse og en strategisk analyse. Til slutt gjennomførte vi en sensitivitetsanalyse for å se hvor robust SalMar er i forhold til endringer i ulike parameter som påvirker verdsettelsen.

SalMar har hatt en god utvikling de fem siste årene. Vi har sett på regnskapstall fra 2017-2021 i vår verdsettelse. Her ser man at selskapet er i vekst. Samtidig gir regnskapsanalysen grunnlag for å anta at denne veksten er noe avtagende. Vi ser at de har hatt en jevn utvikling på kontantstrøm, samtidig har aksjekursen også økt de siste fem årene. Fra vår strategiske analyse ser man at oppdrettsbransjen er en hard bransje med mange konkurrenter. SalMar er derimot en av de største aktørene og har en stor markedsandel.

I DCF-modellen fant vi en aksjekurs per 31.12.2021 på 737,57 kroner. Sammenlignet med den virkelige verdien som var på 608 kroner er aksjekursen underpriset med 21,3 %. I dividendemodellen kom vi fram til en aksjekurs på 680,27 kroner. I dividendemodellen er aksjekursen underpriset med 11,9 %. Med å vektlegge DCF-modellen 80% og dividendemodellen 20%, får vi en aksjekurs på 726,11 kroner. Vi anser derfor at SalMar var underpriset med 19,4% basert på DCF-metoden og dividendemodellen

Fra vår multippelanalyse fant vi en gjennomsnittlig aksjekurs på 394,41 kroner. Dette er 35,1% lavere enn den virkelige verdien. Årsaken til at vi får en så lav aksjekurs kan være fordi multippelanalysen ikke tar hensyn til vekstfaktoren. Multippelanalyse tar kun hensyn til dagens regnskap og dagens verdi sammenlignet med andre aktører i samme bransje.

Vi velger å vektlegge multippelanalysen 10% og DCF- og dividendemodellen 90%. Med grunnlag på den strategiske posisjonen til SalMar i bransjen og regnskapstallene de siste fem årene mener vi at SalMar er et selskap i vekst. Da får vi en aksjekurs på 692.94 kroner.

Med en vektet aksjekurs på 692.94 kroner vil vi komme med en kjøpsanbefaling på SalMar ASA.

## 11. Kritikk

I vår oppgave er det flere punkter en kan stille seg kritisk til. For det første benytter oppgaven eksklusivt sekundærdata. Dette gjelder hele oppgaven, men har spesielt påvirkning på den strategiske analysen og regnskapsanalysen. Samtidig er store deler av denne sekundærdataen hentet fram selskapet selv, og er dermed en god kilde. Allikevel kan det tenkes at selskapet i stor grad vil forsøke å fremstille seg selv på best mulig måte for mulige aksjonærer. Derfor er det også viktig at har benyttet mer kritiske kilder utenfor selskapet. Samtidig er dette noe vi kunne ha gjort i større grad.

Ettersom vi har tatt med året 2021 i flere analyser har vi benyttet oss av fjerde kvartalsrapporter. Når disse delene ble skrevet var ikke årsrapportene for 2021 ferdigstilt. For å kunne ta med året 2021 har vi dermed brukt et estimat for året 2021 som er gitt i fjerde kvartalsrapport. Dette er dermed en mulig feilkilde, ettersom det kan være avvik mellom tallene vi har benyttet og de endelige tallene som kommer i årsrapporten.

Vi kom frem til et avkastningskrav til totalkapitalen på 4,44%. Dette kan kritiseres da det er noe lavt, men samtidig er det basert på andre parameter som risikopremie, risikofri rente og aksjebeta. Vi ser også fra sensitivitetsanalysen at en liten økning i WACC kan gi et stort utslag i aksjekursen. Derfor kan små feil i våre estimater av risikofri rente og aksjebeta, som vil gi en annen WACC, påvirke vår verdsettelse av SalMar ASA.

Videre kan en stille seg kritisk til multipl analysen. Som en kan se fra resultatene er aksjekursene fra dette kapitlet betraktelig lavere enn ved bruk av DCF-metoden og dividendemodellen. Dette kommer av at multipl analysen sammenligner SalMars nåværende regnskapsverdier og markedsverdier med konkurrentenes verdier. Med andre ord tar ikke denne fremgangsmåten hensyn til vekst. En kan argumentere for at dette er en feilkilde, ettersom vi ser på SalMar som et selskap i vekst. Allikevel tar vi hensyn til dette i konklusjonen når vi verdsetter selskapet. Her blir DCF-metoden vektet i langt større grad enn multipl analysen. Vekstraten vi velger å bruke i dividendemodellen kan også kritiseres, dette er fordi vi baserer den på inflasjonsraten med en sikkerhetsmargin, men i dividendemodellen skal vekstraten være vekst basert på utbytte. Dermed er det og knyttet usikkerhet til denne fremgangsmåten.

## 11. Referanser

Berge, A. (2018) Kostnadskutt sendte SalMar milevis over forventningene, *Ilaks.no*. Tilgjengelig fra: <https://ilaks.no/kostnadskutt-sendte-salmar-milevis-over-forventningene/> (Hentet: 12. mars 2022)

Berge, A. (2021) Lakseprisen hopper 10 prosent: - Det er den sterkeste etterspørsel jeg noensinne har sett, *ilaks.no*. Tilgjengelig fra: <https://ilaks.no/lakseprisen-hopper-ti-prosent-det-er-den-sterkeste-etterspørsel-jeg-noensinne-har-sett/> (hentet 14. mars 2022)

Berge, A. (2013) *Mest laks for pengene*. Tilgjengelig fra: <https://ilaks.no/mest-laks-for-pengene/> (Hentet: 24. mars 2022)

Boye, K. Koekebakker, S. Krakstad, S.O. og Oust, A. (2018) *Finansielle emner*. 15. utg. Stavanger og Trondheim: CAPPELEN DAMM AS

Brealey, R. Myers, S. og Allen, F. (2020) *Principles of Corporate Finance*. 13. utg. New York: McGraw-Hill Education

Corporate Finance Institute (u.å) *EV/EBIT Ratio*. Tilgjengelig fra: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/valuation/ev-ebit-ratio/> (Hentet: 23. mars 2022)

Corporate Finance Institute (u.å) *What is adjusted beta*. Tilgjengelig fra: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/adjusted-beta/> (hentet 29. mars 2022)

Erichsen, M. Solberg, F. og Stiklestad, T. (2015) *Ledelse i små og mellomstore virksomheter*. 1. utg. Trondheim: Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS

Euronext (2022) Grieg Seafood. Tilgjengelig fra: <https://live.euronext.com/en/product/equities/NO0010365521-XOSL> (Hentet: 8.april 2022)

Euronext (2022) Lerøy Seafood. Tilgjengelig fra: <https://live.euronext.com/en/product/equities/NO0003096208-XOSL> (Hentet: 8.april 2022)

Euronext (2022) Mowi. Tilgjengelig fra: <https://live.euronext.com/en/product/equities/NO0003054108-XOSL> (Hentet: 8.april 2022)

Euronext (2022) Norway Royal Salmon. Tilgjengelig fra: <https://live.euronext.com/en/product/equities/NO0010331838-XOSL> (Hentet: 8.april 2022)

Euronext (2022) *Salmar*. Tilgjengelig fra: <https://live.euronext.com/nb/product/equities/NO0010310956-XOSL> (Hentet: 8.april 2022)

Feratovic, L, Furuset, A og TDN Direkt (2022) NTS-styret anbefaler aksjonærene å akseptere Salmar-bud. *Dagens næringsliv*. Tilgjengelig fra: <https://www.dn.no/havbruk/salmar/nts/nts-styret-anbefaler-aksjonarene-a-akseptere-salmar-bud/2-1-1190893> (Hentet: 15. April 2022)

Fishpool (2022) *Forward price history*. Tilgjengelig fra: <https://fishpool.eu/forward-price-history/> (hentet 14. mars 2022)

Fiskeridirektoratet (2021) *Lønnsomhetsundersøkelse for produksjon av laks og regnbueørret - matfiskproduksjon*. Tilgjengelig fra: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tall-og-analyse/Loennsomhetsundersoekelse-for-laks-og-regnbueoerret/Matfiskproduksjon-laks-og-regnbueoerret> (Hentet: 12.mars 2022). Excel ark: Kostnad pr.kg 2008-2020.

Fiskeridirektoratet (u.å.) *Biomasse* Tilgjengelig fra: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Drift-og-tilsyn/Biomasse> (Hentet 04. Februar 2022)

Fiskeridirektoratet (u.å.) *Kapasitetsjustering / trafikklyssystemet 2021*. Tilgjengelig fra: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Kapasitetsjustering-trafikklyssystemet> (Hentet 04. Februar 2022)

Grieg Seafood (2022) *Q4 Report 2021*. Tilgjengelig fra: <https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/cc245a0fed9e775143a39d029433ea8d65195cd6.pdf> (Hentet 23. februar 2022)

Hayes. A (2022) *Enterprise Multiple*. Tilgjengelig fra: <https://www.investopedia.com/terms/e/ev-ebitda.asp> (Hentet: 23. mars 2022)

*Ikke siden 2006 har nordmenn spist mindre kjøtt* (2020) Tilgjengelig fra: <https://forskning.no/mat-ntb/ikke-siden-2006-har-nordmenn-spist-mindre-kjott/1763218> (hentet 14. mars 2022)

iLaks (2020) *Her er de nye trafikklysene*. Tilgjengelig fra: <https://ilaks.no/her-er-de-nye-trafikklysene/> (hentet 08. februar 2022)

iLaks (2021) *Nå tyder alt på at 2021 blir et rekordår for norsk sjømateksport*. Tilgjengelig fra: <https://ilaks.no/na-tyder-alt-pa-at-2021-blir-et-rekordar-for-norsk-sjomateksport/> (hentet 14. mars 2022)

Jensen, BA. (2022) Norge har solgt laksesmolt til Russland for nesten 850 millioner kroner, *intrafish.no*. Tilgjengelig fra: <https://www.intrafish.no/marked/norge-har-solgt-laksesmolt-til-russland-for-nesten-850-millioner-kroner/2-1-1155910> (hentet 23. februar 2022)

Kaldestad. I og Møller. B (2016) *Verdivurdering*. 2.utg, Bergen: Vigmostad & Bjørke

Kampevoll, F. (2019) Ny rapport: Store svingninger i oppdrettsnæringen taler mot ekstraskatt, *E24*. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/naeringsliv/i/VbdPaW/ny-rapport-store-svingninger-i-oppdrettsnaeringen-taler-mot-ekstraskatt> (Hentet: 25. februar 2022)

Knudsen, C (2020) SalMar om coronaviruset: - Vi er forberedt på flere avbestillinger, *E24*. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/boers-og-finans/i/naK7jB/salmar-om-coronaviruset-vi-er-forberedt-paa-flere-avbestillinger> (Hentet: 15. April 2022)

Knudsen, C. (2022) Salmar vil betale ut over to milliarder i utbytte. *E24*. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/hav-og-sjoemat/i/bGJ8Pq/salmar-vil-betale-ut-over-to-milliarder-i-utbytte> (Hentet: 13. mars 2022)

Kolle, Nils (2014). Norges fiskeri- og kysthistorie, Bind 5. Tilgjengelig fra: <https://norges-fiskeri-og-kysthistorie.w.uib.no/bokverket/bind-5-havbrukshistorie/> (Hentet 14. mars 2022)

Kristoffersen, T. (2016) *Årsregnskapet- en grunnleggende innføring*. 5.utgave, Bergen: Fagbokforlaget.

Kverva (u.å.) *Vår historie*. Tilgjengelig fra: <https://kverva.no/kverva-2> (Hentet 04. Februar 2022)

Lerøy (2022) *Delårsrapport 2021 4.kvartal*. Tilgjengelig fra: <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02--documents/rapporter/kvartalsrapporter/2021/q42021.pdf> (Hentet 23. februar 2022)

Lindahl, H. (2015) ASC. Tilgjengelig fra: <https://www.framtiden.no/merkeguiden/mat/asc.html> (hentet 14. mars 2022)

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 08. Februar 2022)

Mowi (2022) *Q4 2021*. Tilgjengelig fra: [https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2022/02/Mowi\\_Q4\\_2021\\_Report.pdf](https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2022/02/Mowi_Q4_2021_Report.pdf) (Hentet: 23. Februar 2022)

Nettavisen.no (2022, 05. januar) 2021 ble et rekordår for eksport av norsk sjømat. Norge eksporterte i fjor 3,1 millioner tonn sjømat til en verdi av over 120 milliarder kroner, *nettavisen.no*. Tilgjengelig fra: <https://www.intrafish.no/markedsnorge-har-solgt-laksesmolt-til-russland-for-nesten-850-millioner-kroner/2-1-1155910> (hentet 23. februar 2022)

*Nordmenn omfavner sushi* (2017) Tilgjengelig fra: <https://forskning.no/mat-ntb/ikke-siden-2006-har-nordmenn-spist-mindre-kjott/1763218> (hentet 14. mars 2022)

Norges Finansanalytikeres Forbund (2021) *Risikopremien for 2021 er fortsatt uendret*. Tilgjengelig fra: <https://finansanalytiker.no/undersokelsen-om-risikopremien-for-2021-viser-uendret-markedsrisikopremie/> (hentet 29. mars 2022)

Norges sjømatråd (2021). Markedsinnsikt. Tilgjengelig fra: <https://seafood.no/markedsinnsikt/nokkeltall/> (Hentet 14. mars 2022)

*Norske regler for miljø og oppdrett* (2021) Tilgjengelig fra: <https://laksefakta.no/laks-og-miljo/norske-regler-for-miljo-og-oppdrett/> (hentet 14. mars 2022)

Norway Royal Salmon (2022) *Interim Report Q4-21*. Tilgjengelig fra: <https://norwayroyalsalmon.com/files/10/Quarterly%20Report%20NRS%20-%202021-Q4.pdf> (Hentet: 23. februar 2022)

Proff (u.å.) *Grieg Seafood ASA*. Tilgjengelig fra: <https://www.proff.no/selskap/grieg-seafood-asa/bergen/hovedkontortjenester/IFNKVPY10NZ/> (Hentet: 20. februar 2022)

Proff (u.å.) *Lerøy Seafood Group ASA*. Tilgjengelig fra: <https://www.proff.no/selskap/ler%C3%B8y-seafood-group-asa/bergen/hovedkontortjenester/IG4P5LO10NZ/> (Hentet: 20. Februar 2022)

Proff (u.å.) *Marine Harvest ASA*. Tilgjengelig fra: <https://www.proff.no/selskap/marine-harvest-asa/bergen/akvakultur/IFY0ECV000M/> (Hentet: 20. februar 2022)

Proff (u.å.) *Norway Royal Salmon ASA*. Tilgjengelig fra: <https://www.proff.no/selskap/norway-royal-salmon-asa/trondheim/n%C3%A6rings-og-nyttelsesmidler-agentur-og-engros/IEAJJEG10JV/> (Hentet: 20. februar 2022)

Proff (u.å.) *SalMar ASA*. Tilgjengelig fra: <https://www.proff.no/selskap/salmar-asa/kverva/hovedkontortjenester/IFVV5WE10NZ/> (Hentet: 20. februar 2022)

PWC (2021) *Risikopremien i det norske markedet*. Tilgjengelig fra: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2021.pdf> (hentet 29. mars 2022)

Redaksjonen (2022) *SalMar sliter med korona: - Håper smittetrykket snart avtar, iLaks*. Tilgjengelig fra: <https://ilaks.no/salmar-sliter-med-korona-haper-smittetrykket-snart-avtar/> (Hentet: 15. april 2022)

Regjeringen (2020). *Skattlegging av havbruksvirksomhet*. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2019-18/id2676239/> (Hentet: 08. Februar 2022)

Regjeringen (2021). *Vurdering av lakseluspåvirkning i produksjonsområdene i 2021*. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/regjeringen-har-fatt-nye-rapporter-om-hvordan-lakselus-har-pavirket-villfisk-i-2021/id2887878/> (Hentet 08. Februar 2022)

SalMar (2018) *Årsrapport 2017*. Tilgjengelig fra: <https://hugin.info/138695/R/2188425/846513.pdf> (hentet 30. mars 2022)

SalMar (2019) *Årsrapport 2018*. Tilgjengelig fra: <https://www.salmar.no/feedposts/arsrapporter/> (Hentet: 10. mars 2022)

SalMar (2020) *Årsrapport 2019*. Tilgjengelig fra: <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/74e5d277-5302-41ee-af23-4a7785858807> (hentet 30. mars 2022)

SalMar (2021) *Årsrapport 2020*. Tilgjengelig fra: <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/71580791-96ae-45cf-b37b-a83a9c2129a3> (Hentet: 21. februar 2022)

SalMar (2022) *Quarterly report, Fourth quarter 2021*. Tilgjengelig fra: <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/00c6116b-6fb6-4cb0-b563-77581b056afd> (Hentet: 5. april 2022)

SalMar (u.å) *Fiskevelferd er bærekraft*. Tilgjengelig fra: <https://www.salmar.no/baerekraft/fiskevelfaerd/> (hentet 23. februar 2022)

SalMar (u.å) *InnovaMar – fra drøm til virkelighet*. Tilgjengelig fra: <https://www.salmar.no/innovamar-fra-drom-til-virkelighet/> (hentet 22. februar 2022)

SalMar (u.å) *Sertifiseringer*. Tilgjengelig fra: <https://www.salmar.no/baerekraft/sertifiseringer/> (hentet 14. mars 2022)

SalMar (u.å) *Teknologi og innovasjon*. Tilgjengelig fra: <https://www.salmar.no/baerekraft/teknologi-og-innovasjon/> (hentet 14. mars 2022)

SalMar (u.å) *Våre virksomhetsområder*. Tilgjengelig fra: <https://www.salmar.no/vare-virksomhetsomrader/> (hentet 22. februar 2022)

SalMar (u.å.) *Historie*. Tilgjengelig fra: <https://www.salmar.no/historie/> (Hentet: 03. februar 2022)

SalMar (u.å.) *Strategi og Visjon*. Tilgjengelig fra: <https://www.salmar.no/strategi-visjon/> (Hentet: 03. februar 2022)

SalMar (u.å.) *Om eierstyring og selskapsledelse*. Tilgjengelig fra: <https://www.salmar.no/eierstyring-og-selskapsledelse/> (Hentet: 03. februar 2022)

Sissener, EH. Og Asche, F (2018) Klimaendringer og fiskeoppdrett, *Kyst.no* Tilgjengelig fra: <https://www.kyst.no/article/klimaendringer-og-fiskeoppdrett/> (hentet 23. februar 2022)

Statistisk sentralbyrå (2022) *Renter i banker og kredittforetak*. Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/statbank/table/10701/tableViewLayout1/> (hentet 29.mars)

Sættem, J.B (2016) Full normalisering i forholdet med Kina, *NRK*. Tilgjengelig fra: <https://www.nrk.no/norge/-full-normalisering-i-forholdet-med-kina-1.13282574> (hentet 20. april 2022)

*Utfordringer i havbruksnæringen* (2020) Tilgjengelig fra: <https://www.storebla.no/2020/03/10/utfordringer-i-havbruksnaeringen/> (hentet 14. mars 2022)

Vøllestad, A. (2021) *Smolt*. Tilgjengelig fra: <https://snl.no/smolt> (Hentet 04. Februar 2022)



