

Akira Storm Helgeby  
Rune Bårdli  
Martin Røstvoll

## **Verdsettelse av SalMar ASA/ Valuation of SalMar ASA**

AF3015 Bacheloroppgave i finansiell styring

Bacheloroppgave i Økonomi og Administrasjon  
Veileder: Hans Marius Eikseth  
April 2022



Akira Storm Helgeby  
Rune Bårdli  
Martin Røstvoll

## **Verdsettelse av SalMar ASA/ Valuation of SalMar ASA**

AF3015 Bacheloroppgave i finansiell styring

Bacheloroppgave i Økonomi og Administrasjon  
Veileder: Hans Marius Eikseth  
April 2022

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet  
Fakultet for økonomi  
NTNU Handelshøyskolen



Kunnskap for en bedre verden



## **Forord**

Etter 3 år utdanning på NTNUs linje innen økonomi og administrasjon avslutter vi bachelorgraden vår med denne bacheloroppgaven. Grunnet vår bakgrunn innen finansiell styring har vi valgt temaet verdsettelse, for da å best mulig kunne anvende den kunnskap vi har tilegnet oss i løpet av disse 3 årene.

Vi har gjennom denne oppgaven fått testet vår forståelse for de fagene vi har hatt. Gjennom anvendelse av vår kunnskap har oppgaven vist seg å være både lærerik og interessant, og brakt oss en mestringsfølelse ved å vise oss hvordan teorien i våre finansielle emner brukes i praksis. Til tross for at oppgaven har vært krevende er vi alle veldig fornøyde med vår innsats, og føler vi sitter igjen med et godt resultat.

Vi ønsker også å rette en stor takk til vår veileder Hans Marius Eikseth for god hjelp under prosessen.

Forfatterne i denne oppgaven står fullt og helt ansvarlige for dens innhold.

## Sammendrag

Formålet med denne oppgaven er å gjennomføre en verdsettelse av SalMar ved å svare på problemstillingen: Hva er SalMar ASA verdt per 31.12.2020?

For å besvare problemstillingen har vi tatt utgangspunkt i en selskaps- og bransjebeskrivelse, som deretter gikk over i en strategisk analyse av selskapet. Gjennom en analyse av eksterne faktorer ved bruk av PESTEL-analyse og Porters 5 Forces, og interne faktorer gjennom VRIO rammeverket, har vi avdekket flere styrker SalMar har i forhold til sine konkurrenter, styrker som kan hjelpe dem å oppnå en langvarig konkurransefordel. Blant annet har deres geografiske spredning og satsing på havbasert oppdrett stort potensiale til å skape verdier fremover.

Vi tar med oss denne kunnskapen videre når vi foretar en regnskapsanalyse av selskapet ved å se på årsrapporter fra de fem foregående årene. Vi ser her at SalMar har en generelt god finansiell helse, med en liten økning i nøkkeltall forbundet med gjeldsnivået, noe som er i tråd med investeringene knyttet til den havbaserte oppdretten.

Ved å kombinere utviklingen i nøkkeltallene med forutsetninger fra den strategiske analysen og historisk utvikling i regnskapstallene, kommer vi frem til prognoser for fremtidige kontantstrømmer.

For avkastningskravet for totalkapitalen (WACC) kom vi frem til en verdi på 5,10%. Vi benytter denne sammen med en vekstfaktor  $g$  på 2% til å diskontere de prognostiserte kontantstrømmene og terminalverdien ved hjelp av DCF-metoden. Denne fundamentale verdsettelsesmetoden ga oss et kursmål på 651 kr per aksje. For å komplementere dette gjennomfører vi i tillegg en markedsbasert verdsettelse ved bruk av multipler. Her kommer vi frem til et kursmål på 666 kr per aksje.

Vi valgte å vektlegge den fundamentale verdsettelsen 75% og den markedsbaserte verdsettelsen 25%, som resulterte i et endelig kursmål på 655 kr per aksje. Dette tilsvarer en markedsverdi på 77 091 952 890 kr. Sammenlignet med Salmar ASA sin kurs den 31.12.2020 på 488,13kr, gir analysen vår en oppside på 34,2% og vi anbefaler kjøp av aksjen.

## **Abstract**

The purpose of this thesis is to conduct an evaluation of SalMar listed on the Oslo stock exchange, and in doing so answer the question: What is SalMar ASA worth as of 31.12.2020?

To answer our problem statement we started by performing a strategic analysis of the company. Through an analysis of external factors using the PESTEL framework and Porter's 5 forces theory, and internal factors through a VRIO-analysis, we've uncovered multiple strengths that SalMar holds in relation to its competitors, and that can help them gain a lasting advantage in their industry. An example of this is their geographical spread and their commitment to ocean-based farming, which may hold great potential to create value going forward.

We use the knowledge gained from these analyses as a basis when we next perform an accounting analysis of the company by using yearly reports from the five preceding years. The results show that SalMar is in generally good financial health. Some key figures related to debt show a minor increase, but this is in line with the investments made toward ocean-based farming.

Going forward, by combining the development in the key figures with the assumptions taken from the strategic analysis and the historical development of the accounting figures, we end up with forecasts for future cash flows.

When calculating the required return on total capital (WACC) we were left with a value of 5,10%. Using this and a growth factor  $g$  of 2%, we are able to discount the forecasted cash flows and the terminal value through the DCF-method. This fundamental valuation leaves us with a price target of 651 NOK per share. To complement this we perform a market-based valuation using multiples. This method leaves us with a price target of 666 NOK per share.

We chose to emphasize the fundamental valuation by 75%, and the market-based valuation by 25%, which resulted in a final price target of 655 NOK per share. This corresponds to a total market value of SalMar of 77 091 952 890 NOK. Compared to SalMar ASA's share price as of 31.12.2020 of 488,13 NOK, our analysis shows an upside of 34,2%, and our recommendation is to buy the stock.

## Innholdsfortegnelse

<b>1 Innledning</b> .....	<b>1</b>
1.1 <i>Motivasjon</i> .....	1
1.2 <i>Problemstilling</i> .....	1
1.3 <i>Avgrensning</i> .....	2
1.4 <i>Oppbygging</i> .....	2
<b>2 Selskaps- og bransjebeskrivelse</b> .....	<b>3</b>
2.1 <i>Oppdrettsbransjen</i> .....	3
2.1.1 <i>Historisk om Oppdrettsbransjen</i> .....	3
2.1.2 <i>Konkurrenter</i> .....	4
2.2 <i>Om SalMar</i> .....	6
2.3 <i>Visjon og strategi</i> .....	6
2.4 <i>Forretningsområder, produksjon og salg</i> .....	6
<b>3 Strategisk analyse</b> .....	<b>8</b>
3.1 <i>Ekstern analyse</i> .....	8
3.1.1 <i>PESTEL</i> .....	8
3.1.2 <i>Porters femfaktormodell</i> .....	14
3.2 <i>Intern Analyse</i> .....	17
3.2.1 <i>Ressursgrunnlag</i> .....	17
3.2.2 <i>VRIO</i> .....	21
3.2.3 <i>Avkastningspotensiale</i> .....	21
3.2.4 <i>SWOT</i> .....	22
<b>4 Regnskapsanalyse</b> .....	<b>22</b>
4.1 <i>Historisk utvikling</i> .....	22
4.2 <i>Lønnsomhet</i> .....	23
4.2.1 <i>Egenkapitalrentabilitet</i> .....	23
4.2.2 <i>Totalkapitalrentabilitet</i> .....	24
4.2.3 <i>Driftsmargin</i> .....	25
4.3 <i>Likviditet</i> .....	27
4.3.1 <i>Likviditetsgrad 1 og 2</i> .....	27
4.4 <i>Finansiering og Soliditet</i> .....	28
4.4.1 <i>Finansieringsgrad</i> .....	29
4.4.2 <i>Arbeidskapital</i> .....	29
4.4.3 <i>Rentedekningsgrad</i> .....	31
4.4.4 <i>Gjeldsgrad</i> .....	32
4.4.5 <i>Egenkapitalandel</i> .....	33
4.5 <i>Diskusjon av nøkkeltall</i> .....	34
4.6 <i>Oppsummering</i> .....	35



<b>5 Prognose av fremtidige kontantstrømmer.....</b>	<b>35</b>
5.1 Driftsinntekter.....	36
5.2 Varekostnader.....	39
5.3 Lønnskostnader.....	39
5.4 Andre driftskostnader.....	40
5.5 Avskrivninger.....	41
5.6 Nedskrivninger.....	43
5.7 Investeringer.....	43
5.8 Virkelig verdjustering.....	45
5.9 Endringer i arbeidskapital.....	45
5.10 Frie kontantstrømmer.....	47
<b>6 Avkastningskrav.....</b>	<b>48</b>
6.1 Risikofri rente.....	49
6.2 Markedets risikopremie.....	49
6.3 Beta.....	50
6.4 CAPM.....	51
6.5 Gjeldskostnad.....	51
6.6 Egenkapitalandel og gjeldsandel.....	52
6.7 WACC.....	53
6.8 Terminalledd.....	53
<b>7 Sammensetning fundamental verdsettelse.....</b>	<b>54</b>
<b>8 Markedsbasert verdsettelse.....</b>	<b>55</b>
8.1 P/E.....	56
8.2 P/B.....	56
8.3 EV/Kg.....	57
8.4 EV/EBIT.....	58
8.5 Oppsummering.....	58
<b>9 Sensitivitetsanalyse og diskusjon.....</b>	<b>59</b>
9.1 Sensitivitetsanalyse av avkastningskrav og vekst.....	59
9.2 Sensitivitetsanalyse av $R_f$ og Beta.....	60
9.3 Sensitivitetsanalyse av prognostiserte kontantstrømmer.....	62
<b>10 Konklusjon.....</b>	<b>63</b>
<b>11 Kritikk.....</b>	<b>64</b>
<b>Kilder.....</b>	<b>66</b>

## Figurliste:

Figure 1: Endring i slaktevekt 2005-2020 (SalMar, 2020) .....	7
Figure 2: Utvikling i laksepris (Statistisk Sentralbyrå, 2020b).....	8
Figure 3: Utvikling i laksepriser, årlig sammenligning (Statistisk Sentralbyrå, 2021b).....	10
Figure 4: Porters 5 forces (Target Internet, 2022) .....	14
Figure 5: Sertifiseringsstandarder i SalMars verdikjede (SalMar, 2020) .....	19
Figure 6: VRIO-analyse .....	21
Figure 7: SWOT-analyse .....	22
Figure 8: Historisk utvikling i egenkapitalrentabilitet.....	23
Figure 9: Historisk utvikling i total kapitalrentabilitet .....	25
Figure 10: Historisk utvikling i driftsmargin .....	26
Figure 11: Historisk utvikling i likviditetsgrad .....	28
Figure 12: Historisk utvikling i finansieringsgrad.....	29
Figure 13: Historisk utvikling i arbeidskapital.....	30
Figure 14: Historisk utvikling i rentedekningsgrad .....	31
Figure 15: Historisk utvikling i gjeldsgrad .....	32
Figure 16: Historisk utvikling i egenkapitalandel.....	33
Figure 17: Utvikling i aksjekurs SalMar.....	55
Figure 18: Sensitivitetsanalyse WACC og g .....	60
Figure 19: Sensitivitetsanalyse Beta og Rf.....	61
Figure 20: Sensitivitetsanalyse slaktevolum og laksepris.....	62

## Tabelliste:

Tabell 1: Oversikt over sjømatmarkedet i Norge. (Statistisk sentralbyrå, 2021a).....	3
Tabell 2: Nøkkeltall for konkurrenter (Fiskeridirektoratet, 2020).....	27
Tabell 3: Forward laksepriser (Fishpool, 2022) .....	36
Tabell 4: Historisk utvikling i slaktevolum .....	37
Tabell 5: Prognostiserte laksepriser og slaktevolum .....	37
Tabell 6: Gjennomsnittlig differanse beregnet og virkelig driftsinntekt.....	38
Tabell 7: Prognostiserte driftsinntekter .....	38
Tabell 8: Historisk andel varekostnad av driftsinntekt.....	39
Tabell 9: Prognostiserte varekostnader .....	39
Tabell 10: Historisk andel lønnskostnad av driftsinntekt.....	40
Tabell 11: Prognostiserte lønnskostnader .....	40
Tabell 12: Historisk andel andre driftskostnader av driftsinntekter .....	41
Tabell 13: Prognostiserte andre driftskostnader .....	41
Tabell 14: Historisk andel avskrivning av driftsinntekt .....	41
Tabell 15: Historisk andel avskrivning av varige driftsmidler .....	42
Tabell 16: Historisk andel varige driftsmidler av driftsinntekt.....	42
Tabell 17: Revidering og prognostisering av estimerte avskrivninger .....	42
Tabell 18: Historiske nedskrivninger.....	43
Tabell 19: Historisk andel nettoinvesteringer av driftsinntekter .....	44
Tabell 20: Prognostiserte nettoinvesteringer .....	44
Tabell 21: Historiske verdjusteringer.....	45

Tabell 22: Prognostiserte verdjusteringer .....	45
Tabell 23: Historisk endring i arbeidskapital .....	45
Tabell 24: Prognostisert endring i arbeidskapital .....	46
Tabell 25: Historisk andel arbeidskapital av driftsinntekt .....	46
Tabell 26: Prognostisert arbeidskapital revidert.....	46
Tabell 27: Prognose fremtidige kontantstrømmer.....	47
Tabell 28: Beregning av beta og beta for konkurrenter .....	50
Tabell 29: Historiske rentekostnader .....	51
Tabell 30: Historiske rentekostnader revidert .....	52
Tabell 31: Diskontering av kontantstrømmer og terminalledd .....	54
Tabell 32: P/E analyse .....	56
Tabell 33: P/B analyse.....	57
Tabell 34: EV/Kg analyse .....	57
Tabell 35: EV/EBIT analyse.....	58
Tabell 36: Sammensetning multippelanalyse .....	59

# 1 Innledning

## 1.1 Motivasjon

Fra sin start på 1970-tallet har oppdrettsnæringen blitt en utbredt og viktig næring i norsk sammenheng. Norges geografi har skapt gode forhold for oppdrett av sjømat og ført til at oppdrettsnæringen utgjør en stor andel av BNP. I 2017 sto sjømatnæringen inkl. ringvirkninger for hele 94 milliarder NOK (Sintef, 2018). I tillegg til å skape økonomiske verdier, har eksport av sjømat også bidratt til å spre kunnskap om norsk kvalitet globalt, som igjen har positive ringvirkninger for Norge som helhet.

Oppdrettsselskap har ikke kun en viktig rolle nasjonalt, men også lokalt. Med relativt høye driftsmarginer og kapitalkrevende drift har oppdrettsselskaper relativt stor verdiskapning sett opp mot antall ansatte (Fiskeridirektoratet, 2020) (Statistisk Sentralbyrå, 2020a). Dette har resultert i at flere oppdrettsselskaper har blitt dannet i små lokalsamfunn med kunnskap om fiske og enkel tilgang til havet, som fører til at de er blitt hjørnesteinsbedrifter i sine respektive lokalsamfunn.

Samtidig har det i det siste blitt mer fokus på bærekraft og miljøskader. Her har oppdrettsnæringen lenge unngått søkelyset med problemer knyttet til avfall fra fiskemerder, men er også godt posisjonert når det kommer til trenden om tilgang på proteiner med mindre klimaavtrykk (Barentswatch, 2022a) (Barentswatch, 2022b).

Når det kommer til SalMar er dette et lokalt Trøndersk selskap med en lang historie. De har over tid vist de har en teft for innovasjon gjennom tidlig adopsjon av ny teknologi og vært svært gode på markedsføring, noe man kan se spor av da ordet "Salmalaks" har sneket seg inn i dagligtalen.

## 1.2 Problemstilling

Vi har valgt følgende problemstilling: *Hva er SalMar ASA verdt per 31.12.2020?*

For å besvare denne problemstillingen vil vi benytte strategiske analyser både av eksterne faktorer og interne ressurser for å kartlegge markedssituasjonen i og rundt SalMar. Når det kommer til selve verddivurderingen gjøres dette gjennom fundamental- og markedsbasert verdsettelsesmetode, med grunnlag i regnskapsanalyse og prognose av fremtidige kontantstrømmer.

### 1.3 Avgrensning

Metodene vi benytter i verdsettelsen bygger på regnskapstall fra 2016 - 2020. Som kjent førte coronaviruset til forstyrrelser både for norsk næringsliv og for verdensmarkedene fra mars 2020 og utover, noe som skaper usikkerhet rundt regnskapstallene for 2020. Nyeste årsrapport publisert av SalMar er for 2020, noe som betyr at vi ikke har like god oversikt over selskapets operasjoner og resultater for 2021. Det er av den grunn verdsettelsen skjer per 31.12.2020.

Selv om SalMar er av betydelig størrelse i det norske oppdrettsmarkedet, er de langt fra alene. Fire av deres antatt største konkurrenter er Mowi ASA, Lerøy Seafood Group ASA, Grieg Seafood ASA og Norway Royal Salmon ASA. Vi har dermed valgt å begrense vår sammenligning til disse fire selskapene. I flere av våre nøkkeltallsanalyser har vi valgt å sammenligne med disse selskapene for å kunne gi et innblikk i forskjellene mellom dem, men ikke minst synliggjøre hvor SalMar ligger i forhold til sine største konkurrenter.

### 1.4 Oppbygging

Oppbyggingen av oppgaven er slik at vi starter med å presenterer selskapet og bransjen. På den måten vil vi legge grunnlaget for videre analyse av SalMar ASA og hele oppdrettsbransjen. I punkt 3 kommer den strategiske analysen av selskapets interne og eksterne faktorer. Videre vil det i punkt 4 gjennomføres en regnskapsanalyse, hvor vi i påfølgende del forsøker å prognosere fremtidige kontantstrømmer. Avkastningskrav og dets elementer diskuteres i punkt 6 og den fundamentale analysen ferdigstilles i punkt 7. Etter dette gjøres en markedsbasert verdsettelse i punkt 8 og sensitivitetsanalyse med diskusjon i punkt 9. Til slutt vil vi komme med en helhetlig konklusjon som bygger på alle elementer vi har vært inne på gjennom oppgaven og i tillegg komme med kritikk til utførelsen.

## 2 Selskaps- og bransjebeskrivelse

### 2.1 Oppdrettsbransjen

Oppdrett av fisk er en form for akvakultur, som omfavner både oppdrett av og dyrking av alle slags organismer i vann. Fiskeoppdrett baserer seg på å føde opp fisk til produksjon, og ofte også produksjon av rogn og yngel for å videre kunne drive oppdrett etter slakt. I Norge står den årlige omsetningen fiskeoppdrettsnæringen produserer for over 65 milliarder kroner. Av dette er det meste utgjort av laks, men regnbueørret og sjørøye står også for en del av norsk fiskeoppdrett. Hvitfisk produseres også gjennom fiskeoppdrett, men utgjør bare en liten del av den norske fiskeoppdrettsindustrien.

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

Tabell 1: Oversikt over sjømatmarkedet i Norge. (Statistisk sentralbyrå, 2021a)

Fiskeoppdrett drives langs hele den norske kystlinjen, fra Agder i sør til Finnmark i nord. Det største kvantumet av laks produseres rundt Trøndelag og Nordlandskysten. Sammen med Vestland utgjør disse tre fylkene halvparten av Norges totale lakseproduksjon (Fiskeridirektoratet, 2022). På verdensbasis utgjør Norge rundt 2,5% av den totale fiskeoppdretten, hvor Kina er den største produsenten. Vi skal i denne oppgaven fokusere på det norske markedet.

#### 2.1.1 Historisk om Oppdrettsbransjen

Akvakultur har en lang historie. De første forekomstene av fiskeoppdrett kan dateres helt tilbake til Egypt for 4 000-6 000 år siden. I nyere tider stammer derimot de første rapportene om fiskeoppdrett til Kina rundt år 500 f.kr. og oppdrett av karpefisk.

I Norge startet oppdrett av fisk rundt år 1850, da det ble forsøkt klekking av ørret i håp om å styrke bestanden av ferskvannsfisk i innsjøene. Siden den tid har både produksjonen og etterspørselen etter fisk steget. Det første gjennombruddet innen oppdrett kom tidlig på 1960-tallet da det ble oppdaget at man kunne tilvenne regnbueørreten å leve i saltvann. Fra dette tidspunktet ble det gjort forsøk på andre fiskearter i håp om å tilvenne også disse til saltvann. Den første laksesmolten ble satt ut i sjø på slutten av 60-tallet av Ove og Sivert Grøntvedt. De utviklet også den første åttekantede merden, som fortsatt brukes i dag.

I 1971 ble den første oppdrettslaksen slaktet, og fra perioden 1997 til 2017 økte lakseproduksjonen med om lag 6,5% per år (Misund, 2021). Likevel har fiskeproduksjonen stagnert i senere tid, grunnet strengere reguleringer og utfordringer knyttet til algeoppblomstring, lakselus og sykdommer, samt miljøendringer og påvirkninger.

### 2.1.2 Konkurrenter

Mellom 70-tallet og 90-tallet var bedriftene begrenset til én tillatelse for fiskeoppdrett, men etter at Fiskeoppdretternes Salgslag gikk konkurs i 1991 kunne bedriftene eie flere konsesjoner per bedrift. Dette førte til store oppkjøp av oppdrettsselskaper, mest av andre oppdrettsselskaper. I dag er derfor fiskeoppdrettsnæringen preget av få, men store, oppdrettsselskap. SalMar ASA er en av disse.

Av disse oppdrettsselskapene er det de som produserer atlantisk laks som er SalMars direkte konkurrenter, da SalMar er produsent av utelukkende denne arten. MOWI, Lerøy Seafood Group, Grieg Seafood og Norway Royal Salmon er alle oppdrettsselskaper med fokus på atlantisk laks. Disse bedriftene ligger nært SalMar i både drift, størrelse og vekst. Vi har derfor valgt å se på disse som SalMars nærmeste konkurrenter. Cermaq er også en stor konkurrent for SalMar som den største utenlandske produsenten. Vi velger derimot ikke å fokusere på Cermaq da de gjennom et oppkjøp av Mitsubishi ble tatt av Oslo Børs.

### **MOWI ASA**

MOWI, tidligere Marine Harvest (t.o.m. 2018), er verdens største produsent av atlantisk laks. Etter en beskjeden oppstart i 1964, hvor bedriften først bestod av oppdrett i bakgården hos noen engasjerte individer, driver nå MOWI oppdrett i 25 forskjellige land og er verdensledende innen oppdrett. I 2020 hadde MOWI en produksjon på rundt 440 000 tonn

laks. Sammenlignet med den totale globale produksjonen på ca. 2 444 000 tonn og den totale norske produksjonen på ca. 1 232 000 tonn, utgjør MOWIs produksjon henholdsvis ca. 20% og 35% av global og norsk produksjon (Mowi, 2020a). MOWI utgjør også det største oppdrettsselskapet på Oslo Børs med en markedsverdi på ca. 130 milliarder NOK (YahooFinance, 2022a), sammenlignet med SalMars 80 milliarder NOK (YahooFinance, 2022b) på andreplass er MOWI uten tvil størst i Norge.

### **Lerøy Seafood Group ASA**

Lerøy Seafood Group er i likhet med SalMar og MOWI et av Norges største oppdrettsselskaper, kun slått av akkurat SalMar og MOWI i markedsverdi. Lerøy er et av Norges eldste oppdrettsselskaper da de stammer helt tilbake til 1899. Konsernets arbeidsoppgaver innebærer videreføring, produktutvikling, markedsføring, salg og distribusjon av sjømat. I tillegg til alt dette driver Lerøy med oppdrett av laks og ørret, slik blir de en direkte konkurrent ovenfor SalMar. Lerøy distribuerer varer til land over hele verden, og har i tillegg virksomhet i flere land i Europa.

### **Grieg Seafood ASA**

Grieg Seafood er i motsetning til SalMar, MOWI og Lerøy et litt mindre oppdrettsselskap. Som produsent av atlantisk laks vil Grieg likevel være en konkurrent for SalMar, spesielt da de har som mål å vokse de kommende årene (Grieg Seafood, 2020). Grieg Seafood ble etablert i 1992, og med hovedområde i Norge opererer de også i Storbritannia og Canada. Grieg Seafood hadde i 2020 en produksjon på ca. 71 000 tonn laks og står i dag oppført med en markedsverdi på ca. 15 milliarder NOK (YahooFinance, 2022c).

### **Norway Royal Salmon AS**

Norway Royal Salmon (NRS) ble grunnlagt tilbake i 1992 da 34 lakseoppdrettere fusjonerte for å drive salg og markedsføring av laks. De produserte i 2020 ca. 30 000 tonn laks, noe som gjør de mindre enn alle de andre konkurrentene, men med hovedfokus på atlantisk laks vil deres konkurranse fortsatt være vesentlig for SalMar (Norway Royal Salmon, 2022). NRS står i dag med en markedsverdi på ca. 10 milliarder NOK (YahooFinance, 2022d).



## 2.2 Om SalMar

SalMar ASA er en av verdens største og mest effektive produsenter av laks (Salmar, 2022a). Med hovedbase på Frøya i Trøndelag har SalMar oppdrettsaktivitet langs store deler av Norges kystlinje, og strekker seg helt fra Møre og Romsdal i sør, til Troms og Finnmark i nord (SalMar, 2022a).

SalMar ble grunnlagt i 1991, og ble opprinnelig bygd på et konkursbo bestående av en konsesjon med aktivitet innen oppdrett, slakting og bearbeiding av hvitfisk. Etter dette har SalMar utviklet seg til et fullskala oppdrettskonsern med vertikal integrering, noe som gjør at de selv står for produksjonen helt fra rogn og stamfisk, til salg av ferdig vare. I dag har SalMar oppdrettsaktivitet i Norge, Island og Skottland, og salgskontorer i Asia. I tillegg har de betydelige eierinteresser i Storbritannia og på Island. Dette gjør SalMar til verdens andre største oppdretter av atlantisk laks.

## 2.3 Visjon og strategi

Visjonen til SalMar er “Passion for Salmon”. I dette legger selskapet at alle valg som tas i forhold til produksjonen skal besluttes med utgangspunkt i deres lidenskap for laks. “Laksen skal produseres på laksens betingelser” (SalMar, 2022b). Deres oppfatning er at de beste biologiske resultatene legger til rette for de beste økonomiske resultatene, og videre vil bidra til at SalMar sikrer posisjonen som den mest kostnadseffektive lakseprodusenten i verden. For å oppnå dette ønsker selskapet i stor grad å være kostnadsledende når det kommer til Biologi ved særlig fokus på operasjonell effektivitet. For Salg og Industri er hovedmålsettingen å sikre optimal anvendelse av fisken for å oppnå best mulig pris. Disse to målene skal bidra til at SalMar opprettholder en ledende posisjon i den globale laksenæringen.

## 2.4 Forretningsområder, produksjon og salg

SalMar ASA ble i februar børsnotert. Etter 16 år med drift var inngangsprisen på Oslo Børs 39 kr. Siden den gang har SalMars aksjer gjennomgått en enorm vekst, med dagens pris værende på 488,13 kr (per 31.12.2020). Grunnen til denne veksten skyldes at SalMar som konsern har vokst, og utvidet seg til å bli en av de største oppdrettsselskapene i Norge.

SalMar kjøpte i 1992 sine 2 første konsesjoner, som tillot oppdrett av laksefisk. Siden den tid har de økt antall oppdrettsmærder de har i konsernet, og i samsvar med dette kjøpt opp flere konsesjoner som tillater større oppdrett. I år 2000 hadde de en totalt slaktet vekt på 10 000 tonn. Siden da har slaktevolumet økt og økt. Siste tall på slaktevolum fra 2020 kom på 173 500 tonn. Det vil si en total økning de siste 20 årene på 1735%, og en gjennomsnittlig økning på 87% per år.

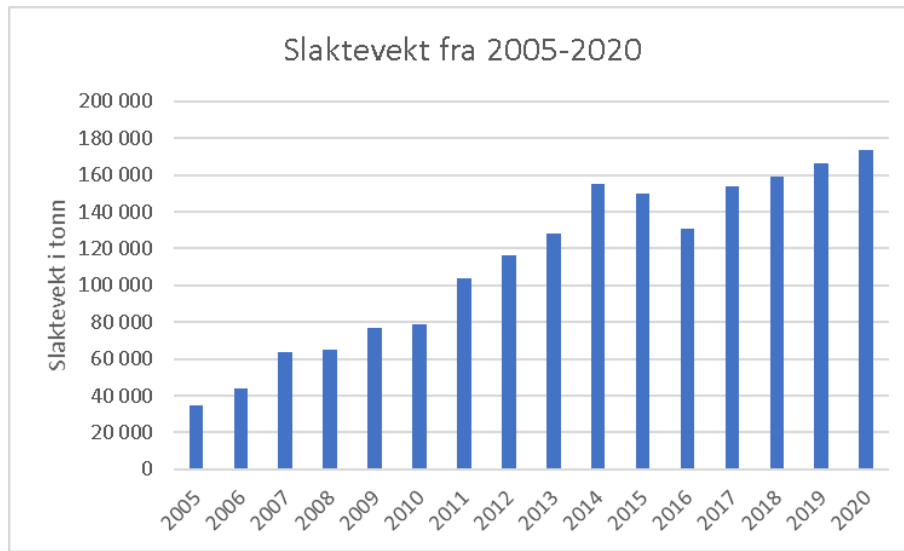


Figure 1: Endring i slaktevekt 2005-2020 (SalMar, 2020)

Som vi ser av tabellen har SalMar hatt en stabil vekst i slaktevekt, sett bort ifra perioden 2014-2016 har slaktevekten økt hvert eneste år (SalMar, 2020).

Salgstallene hos SalMar vil avhenge av slaktevolumet, men de vil også påvirkes av lakseprisen. I tabellen nedenfor ser vi en visualisering av lakseprisens utvikling siden starten av 2005, helt til starten av 2021. Som vi ser har lakseprisen hatt en kraftig vekst siden tidlig på 2000-tallet. I 2019 tok den et slag, før en liten opptur i starten av 2020 etterfulgt av et fall fram til i dag. Denne uvanlige bevegelsen kan knyttes til utbruddet av COVID-19.

Denne utviklingen av lakseprisen, i samsvar med SalMars økende slaktevolum, gir et godt bilde på hvordan SalMars salgsutvikling har økt i senere tid (SalMar, 2020).



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figure 2: Utvikling i laksepris (Statistisk Sentralbyrå, 2020b)

### 3 Strategisk analyse

For å få en grundigere forståelse av SalMars posisjon i markedet og deres konkurransefortrinn som kan ha innvirkning på fremtidig vekst, vil vi foreta en strategisk analyse av både eksterne og interne forhold. Den eksterne analysen vil skje i form av en PESTEL-analyse, og en analyse av konkurranseintensiteten i bransjen ved hjelp av Porters 5 Forces. PESTEL-analysen vil kunne gi et bilde av eksterne forhold som SalMar ikke direkte kan gjøre noe med, men som de må tilpasse seg for å få strategien sin til å lykkes. Dette kan også si oss noe om fremtidsutsiktene til oppdrettsbransjen som helhet, og dens evne til å hente potensiell meravkastning. Porters 5 Forces gir som sagt et bilde over konkurranseintensiteten. Jo sterkere konkurranse, jo vanskeligere vil det bli å hente ut ekstra profitt og jo mindre handlingsrom har man. Den interne analysen vil vi gjennomføre som en VRIO-analyse der vi ser om SalMar besitter noen ressurser som vil kunne gi dem en fordel over konkurrentene, og sikre dem bedre avkastning over tid. Disse vil bli oppsummert i en SWOT-matrise som vil gi god oversikt over faktorer SalMar burde ta hensyn til.

#### 3.1 Ekstern analyse

##### 3.1.1 PESTEL

###### 3.1.1.1 Politiske faktorer

Akvakultur er i Norge en regulert næring underlagt “Lov om akvakultur (Akvakulturloven)”. Ettersom fiskeoppdrett krever bruk av det som blir omtalt som “allmennhetens areal”, stiller

staten visse krav for å tillate bruken av dette og regulerer dette gjennom tildeling av driftstillatelser, såkalte konsesjoner. Denne konsesjonstildelingen er en politisk prosess der det stilles krav til nasjonal- og lokal verdiskapning, miljøpåvirkning og optimal bruk av kystsonen. Systemet ble innført på grunn av stor etterspørsel etter konsesjoner for matfisk for å ivareta hensynet for miljø og marked.

Tildelingsprosessen av konsesjoner er todelt. Først tar Fiskeridirektoratet stilling til søknaden. Dersom den blir innvilget, vil relevant fylkeskommune behandle spørsmål om lokalitet før drift kan iverksettes. Konsesjonene innebærer også visse begrensninger angående maksimalt tillatt biomasse. Dette legger sterke føringer på slaktevolum og dermed potensiell inntjening.

Oppdrettsnæringen betaler som alle andre næringer skatter og avgifter til staten. Men ettersom oppdrettsnæringen benytter allmennhetens ressurser i sin verdiskapning er det blitt debatt rundt om ikke det skal innføres lignende skattestruktur som er innført for oljebransjen. I 2018 ble Havbruksutvalget oppnevnt av daværende regjering for å se på endringer i skattesystemet for havbruk (NOU 2019: 18). Utvalget kom frem til en anbefaling å innføre grunnrenteskatt på oppdrett. En slik skatt hadde ført til en ekstraskatt på 40% i tillegg til dagens nivåer (Hovland, 2019). Dette forslaget ble droppet, men fra 1. januar 2021 ble det innført en produksjonsavgift på 40 øre per produserte laks i stedet (Giæver og Christensen, 2020).

Som et av Norges største eksportprodukter blir laks også jevnlig brukt i geopolitiske situasjoner dersom fremmede makter ønsker å innføre sanksjoner mot Norge. Det har vært to tilfeller av dette i nyere tid. Først stanset Kina all import av norsk laks etter at Norge tildelte fredsprisen til Liu Xiaobo i 2010, og deretter gjorde Russland det samme som reaksjon på sanksjonene som ble innført etter annekteringen av Krim-halvøya i 2014. Etter 2010 falt eksporten til Kina kraftig og Norge gikk fra rundt 90% markedsandel til nærmere 1% (E24, 2015). Dette har derimot stabilisert seg i ettertid. Sjømatrådet anslår at utestengelse fra det russiske markedet har ført til et tap på 20 milliarder kroner mellom 2014 og 2019 (Nilsen, 2019). Selv om slike hendelser er relativt sjeldne, har de stor innvirkning når de først forekommer.

### 3.1.1.2 Økonomiske faktorer

Som en bedrift som hovedsakelig eksporterer til utlandet er SalMars inntekter sterkt knyttet til den internasjonale lakseprisen. Som alle markedspriser blir denne påvirket av markedets tilbud og etterspørsel. Det rapporteres om økt etterspørsel etter laks, spesielt i etterkant av Covid-19 pandemien, med et økt konsum på 4% i Europa, og 11% i USA og Asia (Dawson, 2021).

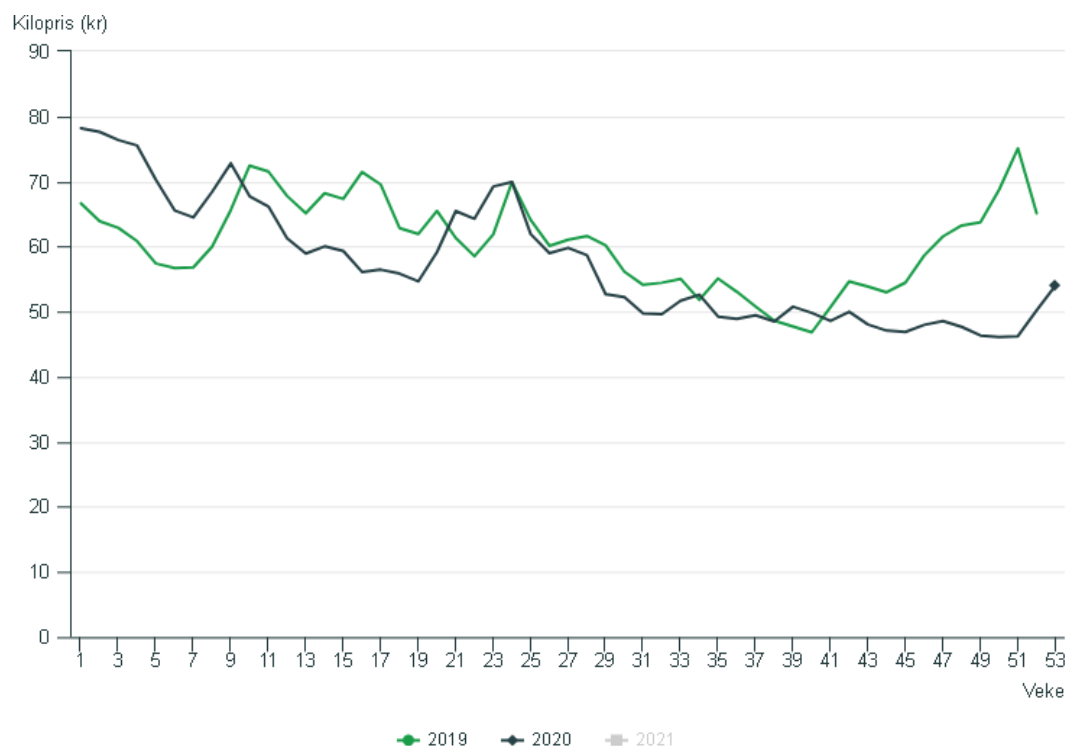


Figure 3: Utvikling i laksepriser, årlig sammenligning (Statistisk Sentralbyrå, 2021b)

Lakseprisen er også utsatt for sesongvariasjoner, med lavere priser rundt slaktesesongen på sommeren og en økning i pris da tilbudet faller rundt nyåret.

Ettersom størsteparten av norsk lakseproduksjon blir eksportert til utlandet og omsatt i dollar, vil også valutakurser spille inn på bransjens inntekter. Da salget skjer i dollar, men rapporteres i kroner, vil det skje en valutaveksling fra dollar til kroner. Jo lavere kronekursen er, jo flere kroner trengs per dollar og jo høyere inntekter vil rapporteres.

Den norske kronen er en relativt svak valuta sett i verdenssammenheng, noe som kan gagne oppdrettsbransjen i usikre tider. Da kronen blir relativt lite omsatt, vil investorer søke til trygge havner som dollar og euro dersom det oppstår uro i markedet. Dette vil kunne bidra til å øke differansen mellom kronen og dollaren og øke inntjening (Nervik, 2019). Dette har

særlig hjulpet oppdrettsbransjen de siste årene som har vært preget av svak kronekurs, både grunnet lav oljepris, men også Covid-19 pandemien som slo inn i 2020. På denne måten kan lakseprisens tilknytning til dollaren fungere som en automatisk stabilisator for norsk økonomi i dårlige tider, da flukt vekk fra kronen vil øke lakseselskapenes inntjening, og dermed skatteinntekter til staten.

#### 3.1.1.3 Sosiokulturelle faktorer

De siste 10 årene har man sett en nedadgående trend for konsumet av fisk blant nordmenn. En rapport fra helsedirektoratet viser en nedgang på nesten 2 kg per person over en 10 års periode, mens mengden kjøttprodukter har økt (Helsedirektoratet, 2021, s. 7). Denne utviklingen er hovedsakelig drevet av at yngre generasjoner spiser mindre fisk enn tidligere, noe som kan utgjøre et problem dersom de beholder denne matvanen gjennom livet. Dette vil kunne påvirke salgstall direkte, men kan også gjøre fremtidig markedsføring vanskeligere da man må overbevise hele generasjoner om å spise mer fisk, og ikke kunne benytte foreldregenerasjoner til å lære barna sine å spise fisk.

Derimot er det en annen pågående trend med et fokus på å spise mindre rødt kjøtt og heller gå over til andre sunnere proteinkilder. Trenden er motivert av mer fokus på miljø der produksjonen av rødt kjøtt har et høyere klimaavtrykk enn alternativer som kylling og plantebaserte proteiner, men også et større fokus på helse. Denne trenden er foreløpig lite utbredt i Norge, men erfaringer fra land som USA tilsier at denne kan få betydning for norske matvaner frem i tid. Dette kan være med på å reversere den negative utviklingen i konsumet av fisk og fiskeprodukter da oppdrettsbransjen allerede er godt posisjonert som et sunnere og mindre klimakrevende alternativ.

Det er også en del av nasjonal handlingsplan for bedre kosthold at andelen som spiser fisk 2 eller flere ganger i uken skal økes, slik at politisk innsats kan være med på å styrke etterspørselen.

#### 3.1.1.4 Teknologiske faktorer

Begrensninger i utvidelse av drift knyttet til konsesjonstildelinger gjør teknologisk utvikling viktig for å redusere kostnader og øke effektivitet. Det stilles også stadig strengere krav til fiskevelferd, rømmingssikkerhet fra merder og kvalitet. For å imøtekomme disse vil det

kreves større fokus på innovasjon for å imøtekomme kravene samtidig som man holder kostnadene under kontroll, noe man allerede kan se tegn etter ved blant annet økte investeringer i å bekjempe lakselus med laser (Venger, 2019).

SalMar har vist at de har en kultur for innovasjon og teknologi, og hvordan det kan bidra til å gjøre oppdrettsnæringen mer effektiv. SalMar investerte tidlig i et selvstendig slakte- or foredlingsanlegg, InnovaMar, som gjorde dem i stand til å bli mer kostnadseffektive, samtidig som det økte kapasitet og fleksibilitet i slakte- og foredlingsprosessen (SalMar, 2022c). SalMar viser også stor innovasjonsvilje gjennom sin satsing på havbasert oppdrett gjennom datterselskapet Ocean Farm AS. Dette er derimot faktorer som er mer nærliggende å gå inn på i den interne analysen.

#### 3.1.1.5 Miljøfaktorer

Oppdrettsbransjen står overfor flere miljøfaktorer som dersom de ikke blir adressert, kan føre til strengere reguleringer fra myndighetenes side og misnøye fra forbrukere. Et av de viktigste er avfall fra selve fisken under oppvekst i merdene. Dette er en kombinasjon av gammelt fôr, avføring og legemidler, der alle er ansett å utgjøre en trussel for det lokale dyremiljøet. Det er kalkulert at det slippes ut en halv kilo avfall og slam per kilo fisk, med et totalt utslipp på en halv milliard kilo som samles i norske fjorder i året (Ytreberg, 2018).

Havforskningsinstituttet skriver i en rapport om mulig effekter av slike utslipp, blant annet lav oksygenkonsentrasjon i bunnvann, algeoppblomstringer og forstyrrelse av økosystemer (Grefsrud et. al., 2019).

Det kanskje mest kjente problemet for oppdrettsnæringen er derimot lakselus. Denne parasitten fester seg på fisken og skaper sår, som i etterkant kan bli infisert. Det er rapportert at lakselus påfører næringen kostnader på over 5 milliarder kroner per år (Saue, 2020).

Behandling og forebygging øker produksjonskostnadene, og det er frykt for at lusen kan spre seg til villaks.

Oppdrettsbransjen må også ta hensyn til eventuelle algeoppblomstringer som kan føre til massedød av laks. Slike oppblomstringer har ikke vært et problem i Norge så langt, men har ført til problemer i andre land, spesielt Chile der en algeoppblomstring i 2018 førte til

laksedød på 4 200 tonn (E24, 2021). Med et skiftende klima og varmere vanntemperaturer er det ikke utenkelig at dette kan bli et problem også i norske farvann fremover i tid.

#### 3.1.1.6 Juridiske faktorer

Som nevnt er oppdrettsbransjen regulert av Akvakulturloven i Norge. Loven har til formål å “fremme akvakulturnæringens lønnsomhet og konkurransekraft innenfor rammene av en bærekraftig utvikling, og bidra til verdiskaping på kysten”, og gjør dette gjennom blant annet å regulere akvakulturtilatelse, miljøhensyn og arealutnyttelse. Denne konsesjonsbegrensningen gjør det mer krevende for oppdrettsselskapene å utvide operasjonsområdet sitt, som legger sterke føringer på utvidelse av driften. Dette er derimot noe som gjelder hele oppdrettsbransjen som helhet slik at det er en like stor barriere for alle.

#### 3.1.1.7 Oppsummering

Som man ser av analysen er det flere faktorer som SalMar og oppdrettsbransjen må navigere seg rundt i årene som kommer for å opprettholde eller øke sine markedsandeler og salgstill. En av de mest omfattende forholdene synes å være konsesjonsbegrensninger fra statens side. Disse setter både politiske, økonomiske og juridiske rammer for driften og er ikke noe man enkelt kan jobbe rundt. Dette påvirker igjen fokus på teknologi og innovasjon. Sosiokulturelle og økonomiske faktorer vil ha direkte innvirkning på salgstill og inntekter, mens miljøfaktorer har større innvirkning på omdømme og kostnader. Av denne analysen synes det at et økt fokus på teknologi og innovasjon kan være den beste måten å håndtere disse maktforholdene på, da det kan skape muligheter for å effektivisere driften og da øke profittmarginer innenfor konsesjonstillatelsene, samtidig som det kan redusere miljøutslipp og hindre strengere regulering.



### 3.1.2 Porters femfaktormodell

#### 3.1.2.1 Rivalisering mellom eksisterende aktører

Oppdrettsbransjen i Norge er preget av sterk konkurranse mellom flere større aktører. Blant disse er Mowi, Lerøy Seafood Group, Cermaq, Norway Royal Salmon (NRS) de største aktørene. Det er naturlig å anta at konkurransen mellom disse vil være stor da de alle har finansielle muskler til å drive intensiv konkurranse, og de alle konkurrerer på det globale markedet der mulighetene for å ta markedsandeler er store.

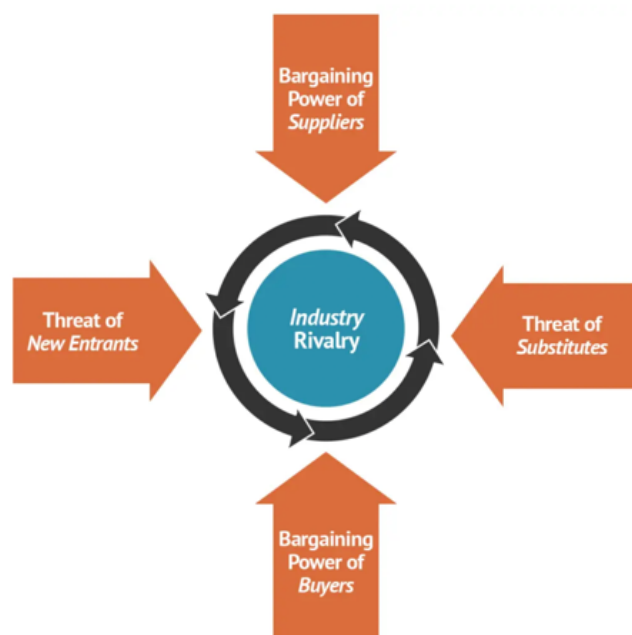


Figure 4: Porters 5 forces (Target Internet, 2022)

Ettersom disse selskapene er avhengige av konsesjonstildeling fra Fiskeridirektoratet for å øke sin biomasse, vil det være vanskeligere å konkurrere direkte på volum. Konkurransen vil da sannsynligvis dreie seg mer rundt intensiv markedsføring, god kvalitet og teknologi for å redusere kostnader, enn å konkurrere direkte på pris og forsøke å oversvømme markedet.

#### 3.1.2.2 Leverandørers forhandlingskraft

Leverandørenes forhandlingskraft avhenger i stor grad av hvordan oppdrettsselskapene har valgt å legge opp sin selskapsstruktur. I produksjonen av oppdrettslaks er det åpent for leverandører på hovedsakelig tre områder: fiskefôr, smolt og potensielt rensfisk for lakselus. Hvert av disse områdene er relativt spesialiserte hvor verken leverandøren eller oppdrettsselskaper har særlig mange andre aktører å vende seg til. Dette skaper et gjensidig avhengighetsforhold, som kan skape stabilitet og bidra til lavere konkurranseintensitet i bransjen.

Men nettopp fordi innsatsfaktorene som kreves i lakseoppdrett er såpass spesifikke for bransjen har flere oppdrettsselskaper, SalMar inkludert, valg å vertikalt integrere sin verdikjede til å inkludere noen eller alle av disse innsatsfaktorene. Dette gjør koordinering

mer komplisert og krever større investeringer, men gir også mer kontroll som i stor grad eliminerer leverandørers forhandlingskraft.

SalMar har i motsetning til noen andre oppdrettsselskaper ikke integrert produksjonen av fiskefôr inn i sin verdikjede, men valgt å inkludere smolt og rensefisk. Dette gjør dem mer utsatt for press fra leverandører enn noen av sine konkurrenter. Selv om fiskefôr er avgjørende for å kunne drive oppdrett, er det den av innsatsfaktorene som har størst marked, da det brukes på langt flere områder enn bare lakseoppdrett spesifikt.

### 3.1.2.3 Kunders forhandlingskraft

SalMar produserer laks hovedsakelig til privatkonsum, som gjør at deres kundebase hovedsakelig består av privatpersoner. Disse er i utgangspunktet atomister og har hver for seg relativt lite makt og mulighet til å påvirke SalMar i særlig grad. Økt bruk av sosiale medier har derimot økt kundenes makt til å utøve press på selskaper og skade deres omdømme. Men generelt sett kjemper oppdrettsselskapene mer eller mindre om de samme kundene, slik at differensiering blir viktig, noe som ofte utspiller seg gjennom en konkurranse på kvalitet eller pris.

Det er naturlig å tenke at tilgangen til disse kundene skjer gjennom diverse importører og dagligvarekjeder. Disse vil ha betydelig mer forhandlingskraft enn enkeltkunder og vil kunne by på problemer. Derimot er det slik at det er relativt få oppdrettsselskaper i forhold til importører, spesielt om man tar for seg de norske produsentene, og med laksens økende popularitet og rykte for god kvalitet, kan det være gjøre oppdrettsselskapenes forhandlingsposisjon mer gunstig. I tillegg nevner SalMar i sin årsrapport for 2020 at de ikke har hatt enkeltkunder som står for mer enn 10% av omsetning de siste to årene (SalMar, 2020), slik at det ikke er noen kunder som har for stor innvirkning på deres omsetning.

Nasjonale myndigheter har derimot demonstrert at de har en viss makt over SalMars kunder, som da Kina innførte et forbud mot import av sjømat fra Norge etter fredsprisutnevnelsen til Liu Xiaobo. Dette er et ekstremt tilfelle, men likevel greit å være klar over, spesielt når 85% av norsk produksjon eksporteres til utlandet og kan bli påvirket av slike forhold (SalMar, 2020).

#### 3.1.2.4 Trussel fra nyetableringer

Når det kommer til trusler for nyetableringer vil konsesjonstildelingsprosessen skape naturlige inngangsbarrierer. Ettersom konsesjoner tildeles med hensyn til marked og miljø er sannsynligheten mindre for nyetableringer i geografisk nærhet for å hindre for stor miljøbelastning. Samtidig er det en mulighet at det vil kunne tildeles flere tillatelser dersom myndighetene ser det er for lite konkurranse i markedet. Dette gjør at nyetableringer i hovedsak er en politisk styrte og noe eksisterende selskaper kan gjøre lite med, men som også skaper en viss beskyttelse andre bransjer ikke har.

Ser man bort fra denne kunstige inngangsbarrieren er det også relativt høye etableringskostnader for å kunne treng inn i oppdrettsbransjen. Merder, brønnbåter og eventuelle slakteanlegg er alle kapitalintensive investeringer. I tillegg kreves det kunnskap om oppdrettsprosessen og laksens biologi for å finne gode vekstområder. I sum vil disse sannsynligvis føre til en lav trussel for nyetableringer. Dette kan også være med å forklare hvorfor bransjen er preget av eldre og relativt store selskaper.

#### 3.1.2.5 Trussel fra substitutter

Laks har i seg selv få direkte substitutter. Laks er en av få fiskearter med rødt kjøtt, noe som gir det ettertraktede karakteristikker for noen. Dette kan gjøre at det ikke er bare-bare å bytte det ut med et nytt produkt, slik det kan være for annen hvit fisk der forbrukeren kan ha større problemer med å skille de ulike artene fra hverandre. Det nærmeste en kan komme et substitutt fra dyreriket er muligens ørret. Med tilnærmet lik, farge, smak og konsistens er det det nærmeste man kommer, men her vil merkevaren som er bygget rundt laks kunne komme til gode. Samtidig er laks kun en av mange proteinkilder, slik at forbrukere mindre opptatt av særegenhetene til laks vil ha lavere barrierer for å benytte andre substitutter.

Historie, god markedsføring og tilgang har gjort laks til en stor del av både norsk- og internasjonalt kjøkken, spesielt gjennom innføringen av laks på sushi, noe som gjør det enda vanskeligere å substituere direkte.

Trenden mot mer plantebaserte kjøtt-alternativer som har fått fart de siste årene kunne man tenke seg utgjør en trussel. Det er derimot ingen tegn på at dette vil skape problemer for markedet for laks i nærmeste fremtid. Det er foreløpig kun ett selskap som utvikler plantebasert laks, israelske Plantish, men ut fra hvor lang tid det har tatt for plantebasert

storfe til å ta av, kan man anta adopsjonen av plantebasert fisk fremdeles ligger flere år frem i tid (Plantish, 2022). I tillegg er mye av motivasjonen bak plantebaserte kjøtt-alternativer bærekraft, dyrevelferd og helse. Lakseoppdrett er godt posisjonert i forhold til alle disse, spesielt i forhold til annen industriell oppdrett som storfe.

Et alternativ med større potensiale for å substituere eksisterende oppdrettslaks er laks fra landbaserte oppdrettsanlegg. Landbasert oppdrett har den fordel at det skaper mer kontroll over produksjonen, noe som kan redusere tilfeller av lakselus, virusangrep og tilfeller av laks som rømmer, noe som kan resultere i en reduksjon av tapt fisk (Førde, 2021).

#### 3.1.2.6 Oppsummering

For å oppsummere kan vi se av Porters bransjeanalyse at det kan virke som om det er mindre konkurranse i oppdrettsbransjen enn andre bransjer. Dette skyldes hovedsakelig konsesjonstildelinger som legger begrensninger på utvidelse av produksjonen. Dette kan føre til å utligne forskjeller mellom aktørene og hindre aggressiv konkurranse på volum, men heller på kvalitet og kostnader. I tillegg er det relativt få leverandører i bransjen da de fleste har valgt å integrere de nødvendige leddene i sin egen verdikjede, eller være storkunder av eksisterende leverandører, som reduserer deres forhandlingsmakt. Kundene er spredt utover det globale markedet, som reduserer deres makt, og verken nyetableringer eller substitutter virker å ha særlig potensiale til å utfordre laks i nærmeste fremtid, men kan vise seg å bli en trussel senere.

### 3.2 Intern Analyse

#### 3.2.1 Ressursgrunnlag

SalMar besitter flere ressurser som har mulighet til å gi dem et konkurransefortrinn over konkurrentene. Hvorvidt disse kan være gjenstand for varige konkurransefortrinn avhenger om de oppfyller kravene satt om å være verdifulle, sjeldne, vanskelige å imitere og organisert til å utnytte dem, oppsummert i VRIO-rammeverket.

### 3.2.1.1 Vertikalt integrert

SalMar har valgt å vertikalt integrere sin verdikjede og dermed inkluderer hele verdisystemet i sin virksomhet. Med forretningsmodeller som oppdrettsselskap gir dette mening da mye av kunnskapen om fisk og oppdrett kan brukes i alle ledd av verdikjeden, fra smolt til sløying. I tillegg, siden man har å gjøre med en ferskvare, vil vertikal integrering gjøre prosessen mer effektiv og øke kvaliteten på sluttproduktet enn dersom det innebar flere ulike aktører, og redusere kostnader da samordningskostnader kan minimeres. Dette er ikke et nødvendig trekk, men med konkurranse sterkt fokusert på kvalitet og kostnader gir det økt kontroll, noe som kan være en grunn til at flere oppdrettsselskaper har valgt å gjøre dette. Dette gjør den vertikale integreringen til en verdifull ressurs, men ikke nevneverdig sjelden eller vanskelig å imitere.

SalMar har også en relativt stor tilstedeværelse globalt sammenlignet med flere av konkurrentene, med salgskontorer flere steder i Asia (Lerøy Seafood, 2020)(Mowi, 2020)(Grieg Seafood, 2020). Dette gir dem mer nærhet til kundene og den fordelene at de lett kan få tilgang til informasjon fra markedet og respondere på det. Dette ville også vært vanskeligere å gjennomføre uten å integrere salgs- og markedsføring i verdikjeden, og viser at SalMar har organisert seg godt for å utnytte fordelene dette bringer med seg.

### 3.2.1.2 Geografisk spredning

Noe derimot SalMar har gjort som ikke alle oppdrettsselskaper har valgt å gjøre er å spre seg geografisk over store områder. For SalMar sin del er dette både internt i Norge, men også globalt, med oppdrett fra trøndelagskysten og opp til Nord-Norge, men også på Island og i Skottland. Dette er blitt en omfattende del av deres forretningsmodell og de har signalisert at dette er et satsingsområde da de børsnoterte datterselskapet Icelandic Salmon i 2020 (SalMar, 2022d) . Slik må det kunne sies at SalMar er godt organisert for å utnytte fordelene dette bringer med seg. Fordelene er først og fremst knyttet til å redusere sjansen for sykdomsutbrudd som kun rammer et geografisk område. Et eksempel der dette har vist seg verdifullt er utbrudd av laksesykdommen ILA. Dette har rammet anlegg i Norge, på Færøyene og i Chile i henholdsvis 1990, 2005 og 2007 og tvunget næringen i “knestående” (Jensen, 2020). Med en diversifisert produksjon vil man kunne redusere innvirkningen dette har på bunnlinjen, og gjøre det lettere å bygge opp produksjonen i etterkant. I tillegg gjør spredt geografisk produksjon at man har tilgang til kompetanse fra ulike oppdrettsmiljøer

som kan bidra til å innføre nye og fordelaktige rutiner eller metoder. På samme måte får man også en naturlig mulighet til å utforske hvordan ulike klimatiske forhold og vannkvalitet påvirker vekstforhold og kvalitet. Geografisk spredning kan også åpne opp for måter å omgå tollbarrierer på dersom det skilles mellom opprinnelsesland på produktet. Dette viser at denne “ressursen” er verdifull for SalMar som selskap. Det må også kunne sies å være sjeldent da det kun er et mindretall av oppdrettsselskaper som har valgt å spre seg like bredt. SalMar begynte å spre seg utenfor Midt-Norge allerede i 2000 med aksjekjøp i Senja Sjøfarm, og har fortsatt derfra (SalMar, 2022d). Dette tyder på at det har krevd tid og innsats å komme i den posisjonen SalMar er i nå, og ikke minst kapitalintensivt, slik at dette vil være en vanskelig og tidkrevende ressurs å imitere for de fleste konkurrenter.

### 3.2.1.3 Bærekraft

Både som makroforholdene viser angående forbrukertrender og akvakulturloven understreker, er bærekraft blitt aktuelt i dagens samfunn. Selskaper som klarer å posisjonere seg godt i forhold til dette og vise at de arbeider for et mer bærekraftig samfunn vil kunne nyte av et godt omdømme og mulig bedre salg hos bærekraftsbevisste kunder. Igjen kan dette ses på som en verdifull ressurs dersom dette får et større fokus fremover. Sjeldent kan det derimot vanskelig sies å være. Det kan virke som om alle selskaper i dag betegner seg selv som bærekraftige, selv om det som oftest kun er i navnet. SalMar kan vise til konkrete tiltak som sertifisering av hele verdikjeden og rapporterer rapportering av klimagassintensitet, men det er ikke sikkert omgivelsene klarer å skille disse fra mer “greenwash” uttalelser.

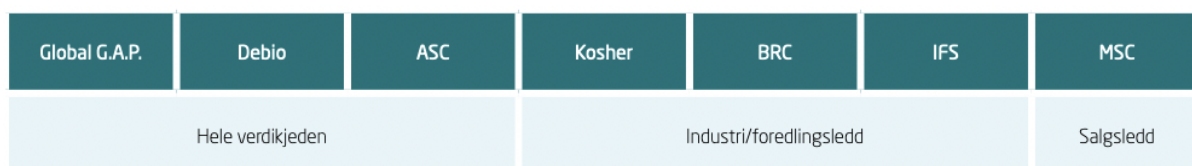


Figure 5: Sertifiseringsstandarder i SalMars verdikjede (SalMar, 2020)

Omfanget av “greenwashing” gjør det også mye lettere å imitere bærekraftinitiativ. Uten ordentlige og velkjente sertifiseringer kan mange komme unna med bunnløse uttalelser. SalMar er derimot tydelige i sin kommunikasjon som en bærekraftig aktør og fremstiller dette som en essensiell del av selskapet. Det kan dermed virke som om de er organisert til å ta

nytte av denne “ressursen”, selv om den ikke er særlig sjelden eller vanskelig å imitere. Det spørs dermed om omgivelsene klarer å skille dette fra mer useriøse aktører.

#### 3.2.1.4 InnovaMar og InnovaNor

SalMar har investert i to store slakte og foredlingsanlegg, InnovaMar og InnovaNor, som har vært en viktig del av deres utvikling. Anleggene gjorde dem i stand til å ta kontroll over den siste delen av verdikjeden og gir dem mer fleksibilitet og kontroll når det kommer til produksjon og kvalitetssikring. Ved å ha disse funksjonene in-house har det også gitt læringseffekter, og gjort dem i stand til å kutte ned på kostnadsdrivere som energiforbruk, avskjær og uventede endringer i produksjonsvolum (SalMar, 2022c). Dette gjør dem til en tydelig verdifull ressurs for SalMar, og viser samtidig at dette er noe de har integrert godt i virksomheten og er organisert til å dra god nytte av. Foredlingsanlegg er ikke i seg selv nødvendigvis spesielt sjeldent, men omfanget av SalMars anlegg kan være mindre utbredt. Grunnet vår begrensede innsikt i dette vil vi anta at dette ikke er en sjelden ressurs innen oppdrettsbransjen. Det vil derimot kunne være vanskeligere å imitere for de aktørene som ikke har tilgang til dette enda, da det krever betydelige kapitalinvesteringer.

#### 3.2.1.5 Ocean Farming AS

Et område SalMar skiller seg ut fra konkurrentene på er deres satsing på havbasert oppdrett gjennom datterselskapet Ocean Farming AS. Selskapet driver for øyeblikket med et pilotprosjekt og lanserer i den forbindelse det første havbaserte oppdrettsanlegget av sitt slag (SalMar, 2022e). Dersom dette prosjektet blir en suksess, åpnes det for store nye oppdrettsmetoder, muligens utenfor restriksjonene av norske konsesjonstillatelser og dermed en stor økning i produsert volum. Ikke bare er dette verdifullt for SalMar, men da dette er det første anlegget av sitt slag er det i tillegg meget sjeldent. Dette gjør det i utgangspunktet vanskelig å imitere som følge av at teknologien er i utviklingsfasen, men med tanke på at utviklingen har involvert 29 ulike aktører vil en imitering være enda mer krevende (SalMar, 2022e). Ettersom dette er en naturlig videreføring av SalMars eksisterende produksjonsprosesser ser vi ingen grunn til at SalMar ikke skal være godt skikket til å utnytte fordelene dette bringer med seg.

### 3.2.1.6 Diversifisering

Som mange andre oppdrettsselskaper driver SalMar kun med oppdrett av laks. Dette er en lukrativ bransje og fullt mulig å basere en bedrift på, men fører også til sårbarhet på grunn av at man kun er konsentrert rundt én fiskeart, og avhengig av etterspørsel og pris på denne. Man kan tenke seg at det er fullt mulig å benytte hele eller deler av produksjonsprosessen til å drive oppdrett, fangst eller foredling av andre typer fisk og sjømat, og dermed diversifisere produksjonen sin. Selskaper som Lerøy Seafood gjør allerede dette, og driver blant annet med oppdrett av ørret og villfangst av hvitfisk (Lerøy Seafood, 2022). Dette gjør at de er bedre sikret mot endringer i etterspørsel og pris, og gir en utvidet kundebase der SalMar ikke kan konkurrere direkte mot.

### 3.2.2 VRIO

	<b>Valuable</b>	<b>Rare</b>	<b>Inimitable</b>	<b>Organization</b>
Vertikalt integrert	x			x
Geografisk spredning	x	x	x	x
Fokus på bærekraft	x			x
InnovaMar og InnovaNor	x		x	x
Ocean Farming AS	x	x	x	x
Diversifisering	x	x	x	

Figure 6: VRIO-analyse

### 3.2.3 Avkastningspotensiale

Med utgangspunkt i VRIO-analysen kan vi se at SalMar besitter flere verdifulle ressurser. De har i tillegg vært i stand til å tilegne seg noen ressurser med potensiale til å skape varige konkurransefordeler og gi dem en meravkastning utover bransjen ellers. Dersom SalMar lykkes med å utvikle havbasert oppdrett til en levedyktig teknologi, og barrierene for å spre seg geografisk er store, vil de kunne ha en fordel i flere år fremover.



### 3.2.4 SWOT

For å oppsummere den strategiske analysen og gi en oversikt over både interne og eksterne faktorer SalMar må ta hensyn til, vil vi presentere disse i en SWOT-matrise. Matrisen viser interne styrker (S) og svakheter (W) sammen med eksterne muligheter (O) og trusler (T).

<b>Styrker</b> <ul style="list-style-type: none"><li>- Vertikalt integrert</li><li>- Geografisk spredning</li><li>- Ocean Farming AS</li></ul>	<b>Svakheter</b> <ul style="list-style-type: none"><li>- “Greenwashing”</li><li>- Ikke integrert fôr-produksjon</li><li>- Diversifisering</li></ul>
<b>Muligheter</b> <ul style="list-style-type: none"><li>- Svak kronekurs</li><li>- Større global etterspørsel etter laks</li><li>- Konkurransen på kvalitet og pris</li><li>- Havbasert oppdrett</li></ul>	<b>Trusler</b> <ul style="list-style-type: none"><li>- Konesjonstildeling</li><li>- Mindre nasjonal interesse for laks</li><li>- Lakselus og miljøreguleringer</li><li>- Laks som geopolitisk pressmiddel</li><li>- Høyere kronekurs</li></ul>

Figure 7: SWOT-analyse

## 4 Regnskapsanalyse

### 4.1 Historisk utvikling

Som vi så på i 2.4 har SalMar hatt en kontinuerlig utvikling siden deres opprettelse i 1991, og vokst sakte men sikkert som både konsern og oppdrettsselskap. Men siden den tid har også oppdrettsindustrien beveget seg fremover. Fram til i 1991 kunne oppdrettsselskap kun eie én konsesjon per foretak, noe som ikke er saken i dag. Da det ble åpnet for å eie flere konsesjoner per foretak, begynte fiskeoppdrettsindustrien å bevege seg bort fra å være mange enkeltforetak med én konsesjon, til å danne store oppdrettsselskaper med flere konsesjoner. På dette viset kunne de øke lønnsomheten gjennom å øke oppdrettsmengden og slaktevolum, men samtidig holde kostnadene noe i sjakk gjennom å slå seg sammen til få, større selskaper.

## 4.2 Lønnsomhet

Ved analyse av lønnsomheten ønsker vi å få et nærmere innblikk i SalMars evne til å skape overskudd. Som for enhver virksomhet er overskudd essensielt for å holde bedriften i live, men for børsnoterte selskaper vil god lønnsomhet over tid gjøre selskapet mer attraktivt da det har mulighet til å utbetale utbytte til sine aksjonærer, noe som øker aksjens etterspørsel og pris.

### 4.2.1 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten viser avkastningen på eiernes innskutte kapital i bedriften. I vårt tilfelle vil egenkapitalrentabiliteten vise hvor stor avkastning eierne av SalMar får av SalMars overskudd gjennom året. Egenkapitalrentabiliteten er et nøkkeltall som ofte benyttes av investorer for å sammenligne bedrifter ut i fra hvor stor andel av overskuddet som føres mot egenkapitalen. Da overskuddet hos bedriften er i fokus for å undersøke egenkapitalrentabilitet, er det verdier etter skatt som er mest normalt og bruke, med andre ord egenkapitalrentabilitet etter skatt.

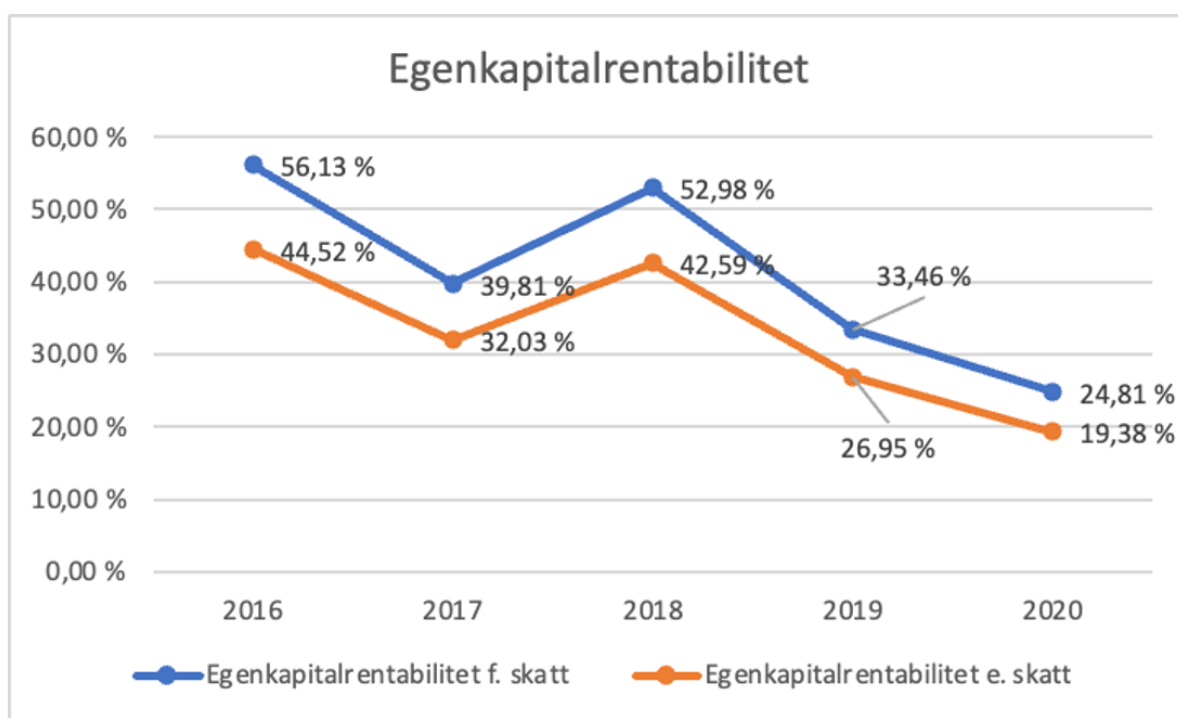


Figure 8: Historisk utvikling i egenkapitalrentabilitet

Ved å ta for oss SalMars egenkapitalrentabilitet, kan vi se en generell nedadgående trend de siste fem årene. Egenkapitalrentabiliteten reflekterer som nevnt avkastningen på egenkapitalen i selskapet, og den nedadgående trenden kan skyldes en økning i investeringer, samt utvidelse av flere oppdrettsmærder. Dette, kombinert med økte investeringer i settefiskanlegg og oppstart av slakteanlegget InnovaNor, gir oss et godt bilde på hvorfor egenkapitalrentabiliteten har beveget seg i denne retningen, spesielt de siste 2 årene.

Med utgangspunkt i at vårt formål med denne oppgaven er å gjennomføre en verdivurdering av SalMar ASA, velger vi å fokusere på egenkapitalrentabiliteten etter skatt, da denne verdien er mest aktuell for sammenligning mot andre selskaper.

Vi ser at egenkapitalrentabiliteten har danset litt de siste 5 årene. Med høyest egenkapitalrentabilitet i 2016 var verdien etter skatt på 44,52%. I 2020 derimot var egenkapitalrentabiliteten etter skatt falt til 19,38%. Dette er fortsatt en sterk verdi gitt SalMars størrelse og investeringer de siste årene. SalMar er et solid og stabilt selskap, og er av begrenset risiko. Det er derfor ikke uansvarlig å konkludere med at SalMars egenkapitalrentabilitet er god, til tross for nedgangen de siste to årene.

#### 4.2.2 Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabiliteten er et nøkkeltall knyttet til hvor stor avkastning en bedrift har på den totale mengden kapital investert i bedriften, det innebærer både egenkapital og gjeld.

Totalkapitalrentabiliteten er et viktig nøkkeltall, da det forteller investorene hvor mye som kommer tilbake av bedriftens investeringer. Enhver bedrift vil naturlig nok søke å maksimere totalkapitalrentabiliteten, uten å ta på seg unødvendig risiko. Hvor stor totalkapitalrentabilitet som er mulig å oppnå vil variere fra bransje til bransje, derfor vil den beste målet å avgjøre om en totalkapitalrentabilitet er god eller dårlig på være å sammenligne den med andre bedrifter i samme bransje.

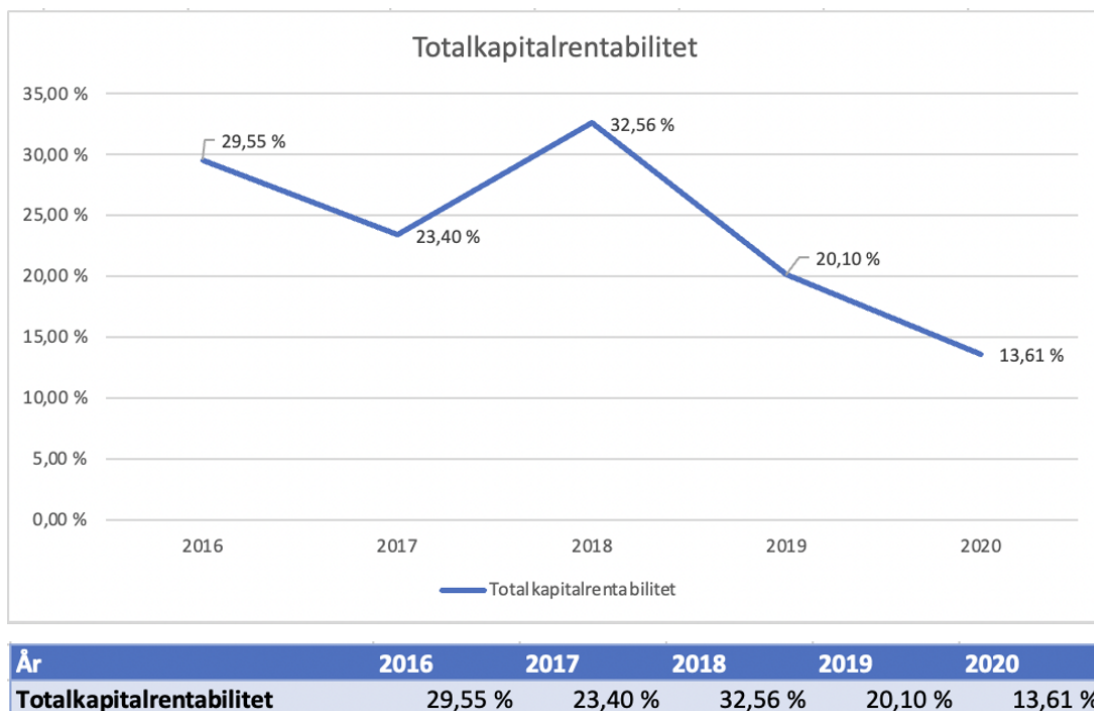


Figure 9: Historisk utvikling i totalkapitalrentabilitet

I Norge er den gjennomsnittlige totalkapitalrentabiliteten på rundt 10%. Sammenlignet med dette ser vi at SalMar har hatt en god totalkapitalrentabilitet de siste årene, til tross for en nedadgående trend. Det kommer frem av SalMars årsrapport for 2020 at selskapet har hatt en stor økning i totalkapital i løpet av 2020, som skyldes en økning i rentebærende gjeld, samt annen gjeld og egenkapital (SalMar, 2020). Økningen i rentebærende gjeld skyldes videre SalMars investeringer det siste året, som tidligere nevnt også har gått opp.

Med dette i bakhodet kan vi fortsatt dømme totalkapitalrentabiliteten hos SalMar som god, selv om nedgangen de siste årene kan virke skummel. Den framtidige endringen vil avgjøres av hvor mye inntekt de nye investeringene skaper, samtidig med hvor fort den nyopptatte gjelden betales ned.

#### 4.2.3 Driftsmargin

Utviklingen i driftsmargin de siste årene har vært ganske volatil. Dette skyldes hovedsakelig at SalMars driftsinntekter avhenger sterkt av etterspørsel og lakseprisen. Data fra

fishpool.com viser at lakseprisen lå under 50 kr kiloen i siste halvdel av 2017, til forskjell fra tidligere år da normalt holdt seg mellom 50 og 60 kr kiloen (Fishpool, 2022).

Dette står i sterk kontrast til rekordåret 2018, da høy pris og gunstige biologisk utvikling resulterte i et historisk høy driftsresultat.

I 2019 ble det rapportert om en negativ trend i den biologiske utviklingen, noe som førte til økte produksjonskostnader og dermed redusert driftsmargin. Denne trenden snudde igjen i 2020 med gode biologiske prestasjoner, men likevel ble driftsmarginen påvirket negativt, men da grunnet covid-19 som førte til lavere etterspørsel og lavere pris.

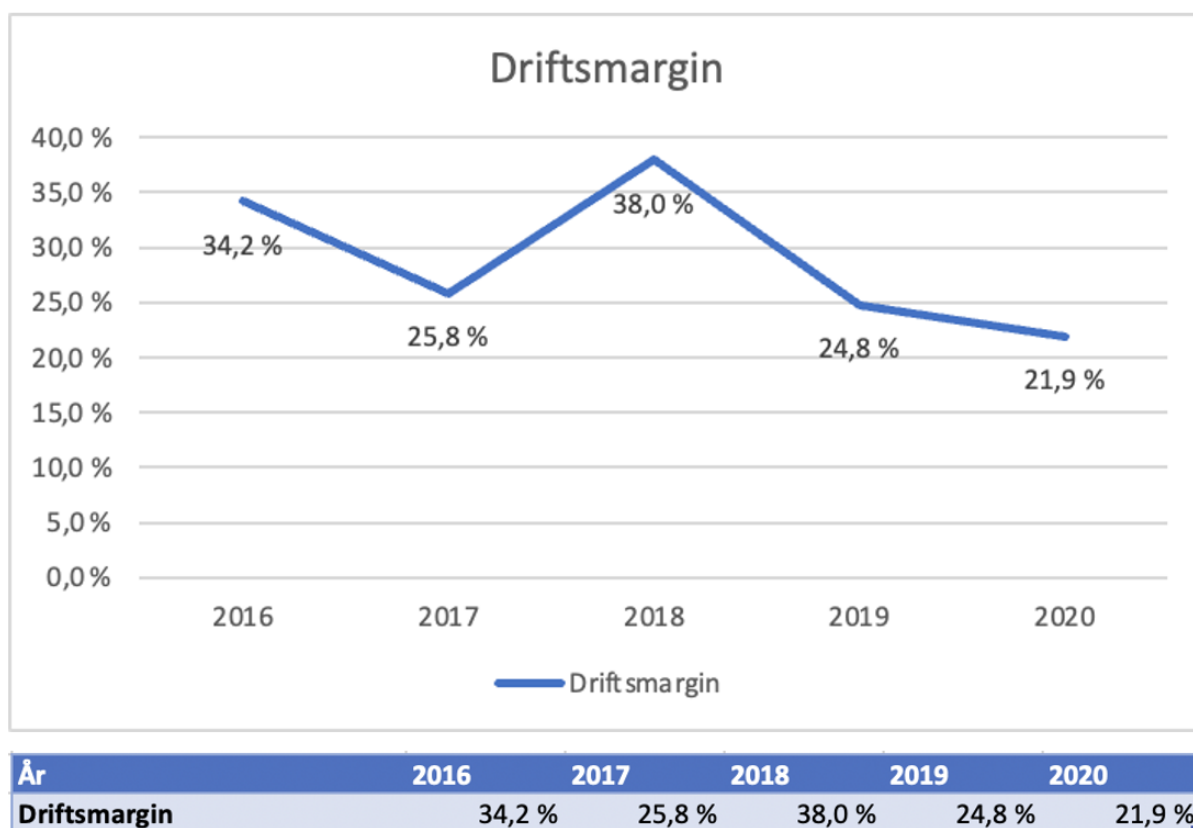


Figure 10: Historisk utvikling i driftsmargin

Utviklingen de siste årene fremstår å skyldes hovedsakelig pandemiens innvirkning på pris og etterspørsel. Regnskapsdataene understreker det at oppdrettsbransjen er generelt utsatt for konjunktursvingninger, som også viser viktigheten av å ha et lønnsomt og solid selskap som kan tåle sykliske nedturer. Det vil ta tid å komme tilbake til nivået før pandemien, men det virker som om dette kun er en midlertidig nedgang, og vil ikke systematisk påvirke SalMars eller bransjens inntjening på sikt.

Sammenlignet med bransjen generelt og de nærmeste konkurrentene kan vi derimot se at SalMar er meget godt posisjonert når det kommer til lønnsomhet. Med en driftsmargin som er over 10 prosentpoeng høyere enn konkurrentene og bransjen sett under ett, i tillegg til en total kapitalrentabilitet på 13,61% sammenliknet med bransjens 10,1% er SalMar meget dyktige i å forvalte sine ressurser og skape overskudd for sine eiere.

Nøkkeltall Konkurrenter	Mowi	Lerøy	Grieg	NRS
Egenkapitalrentabilitet f. Skatt	4,26 %	5,58 %	-7,15 %	2,25 %
Egenkapitalrentabilitet e. Skatt	4,21 %	4,46 %	-7,42 %	2,30 %
Total kapitalrentabilitet	3,14 %	4,05 %	-2,09 %	1,64 %
Driftsmargin	4,88 %	5,63 %	13,64 %	4,81 %

Gjennomsnitt for hele landet (%)	2020
Total rentabilitet	10,1
Driftsmargin	17,1

Tabell 2: Nøkkeltall for konkurrenter (Fiskeridirektoratet, 2020)

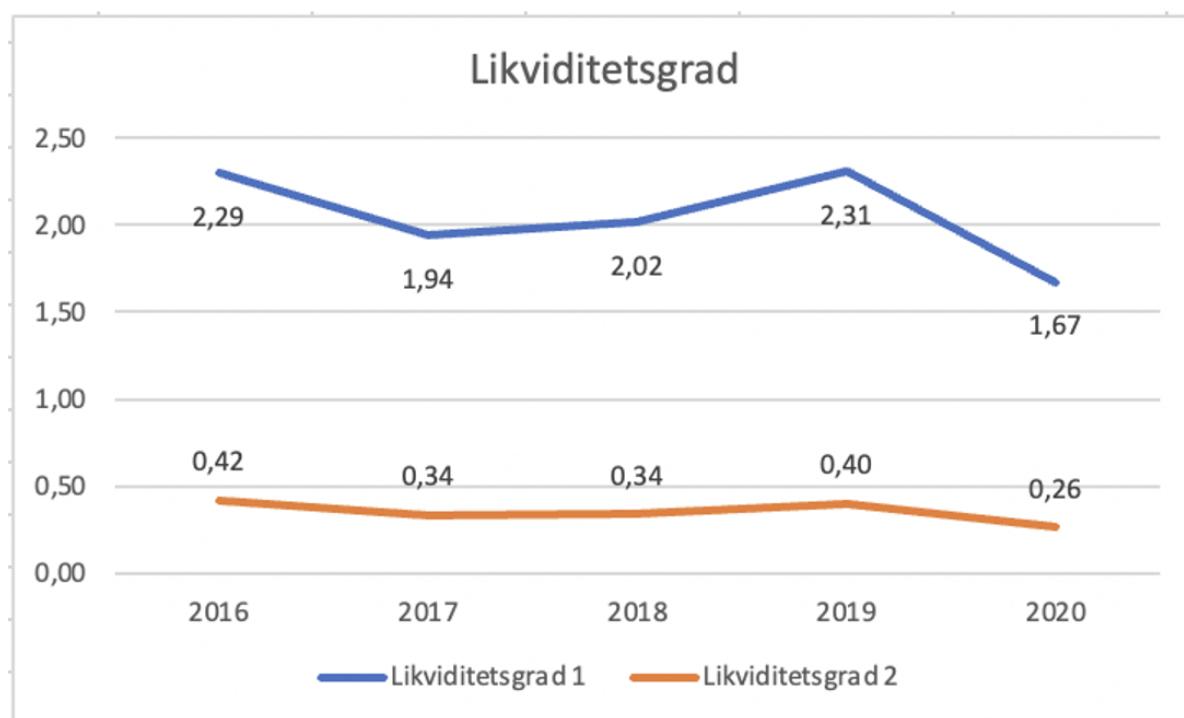
### 4.3 Likviditet

En nærmere analyse av selskapets likviditet vil kunne avdekke hvordan SalMars betalingsevne har endret seg de siste årene. En meget god likviditet er ikke et avgjørende for et selskap, men det er viktig at den ikke er for lav da det kan tyde på problemer med kontantbeholdningen og vil være et farevarsel for omgivelsene.

#### 4.3.1 Likviditetsgrad 1 og 2

Av årsregnskapet kan vi se at SalMars Likviditetsgrad 1 (L1) er mer eller mindre tilfredsstillende. Historisk sett er en L1 på 2,00 eller mer ansett som godt, men i praksis blir dette sjeldent oppnådd. I 2017 var gjennomsnittlig L1 i Norge på 1,24 (Kristoffersen, 2019 s. 468). SalMar ligger dermed godt posisjonert med tanke på Likviditetsnivå 1. Vi kan se at den faller ganske drastisk fra 2019 til 2020. Dette skyldes mest sannsynlig Covid-19 pandemien som har ført til både lavere inntekter og høyere gjeld (Salmar, 2020).

Likviditetsgrad 2 (L2) anses som god dersom den er over 1, noe SalMar ikke helt er i stand til å oppnå. Dette kan skyldes at størsteparten av SalMars omløpsmidler er bundet opp i varelager av laks, slik at de har et lavere nivå av mer likvide omløpsmidler enn selskaper i andre bransjer.



År	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Likviditetsgrad 1</b>	2,29	1,94	2,02	2,31	1,67
<b>Likviditetsgrad 2</b>	0,42	0,34	0,34	0,40	0,26

Figure 11: Historisk utvikling i likviditetsgrad

Totalt er utviklingen relativt stabil. Dette kan tyde på at SalMar er flinke til å forvalte sine likvide midler og at det er liten risiko for betalingsproblemer. Selv med innslag av en global pandemi ble ikke innvirkningen på betalingsevnen redusert til bekymringsverdige nivåer.

#### 4.4 Finansiering og Soliditet

Analyse av nøkkeltall knyttet til finansiering vil gi oss innblikk i hvordan kapital er anskaffet og anvendt i virksomheten. Vi velger her å se nærmere på finansieringsgrad og arbeidskapital, som sier noe om hvordan henholdsvis anleggsmidlene og omløpsmidlene er finansiert. I tillegg vil vi ta for oss rentedekningsgrad, gjeldsgrad og egenkapitalandel for å få et overblikk over SalMars soliditet.

#### 4.4.1 Finansieringsgrad

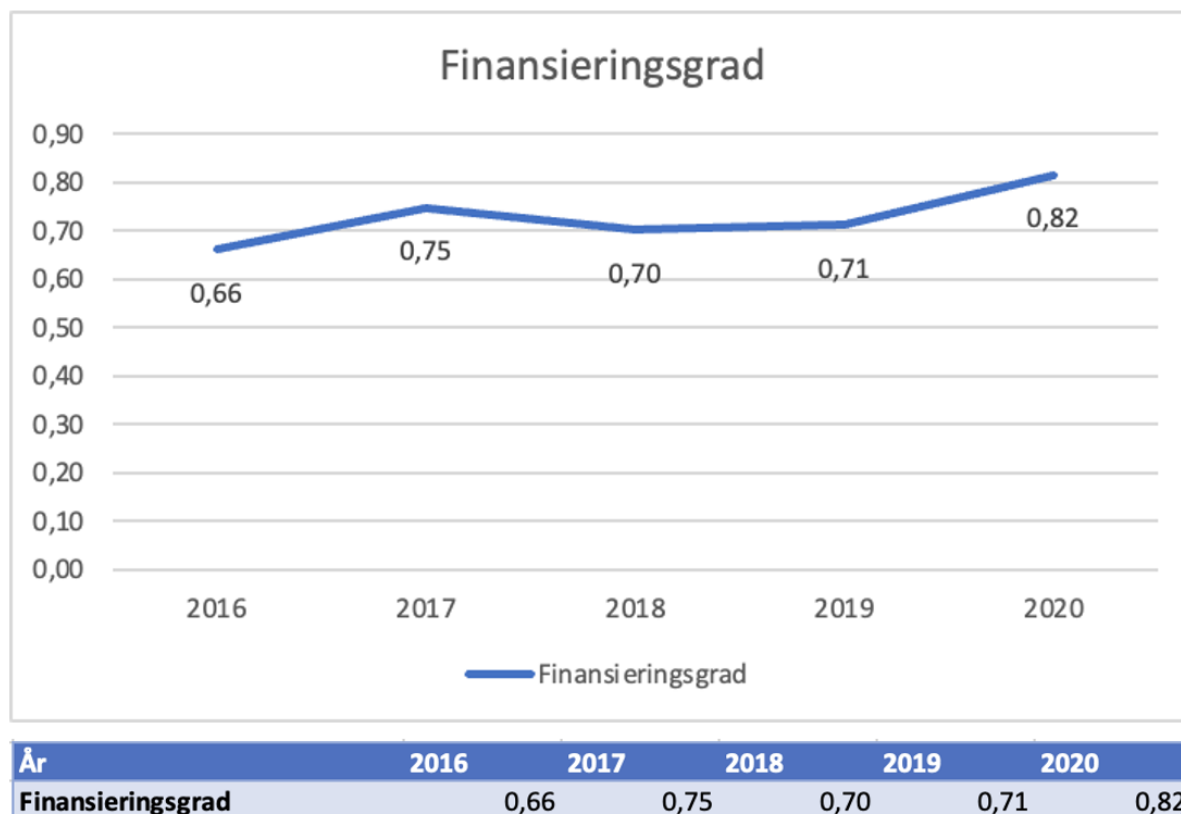


Figure 12: Historisk utvikling i finansieringsgrad

Vi kan se at finansieringsgraden er god og tilfredsstillende, der alle anleggsmidler er finansiert med langsiktig kapital. Finansieringsgraden økte i både 2017 og 2020, men holder seg fortsatt på tilfredsstillende nivåer. Økningen i 2017 kan nok forklares av ankomsten av Ocean Farm 1 anlegget for havbasert oppdrett og fullføring av et smoltanlegg på Senja (SalMar, 2017). Økningen i 2020 skyldes nok delvis av Covid-19, men også en utvidelse av settefiskanlegget som ble påbegynt i 2017. Disse økningene er i denne sammenhengen ikke nødvendigvis et tegn på en forverring av den langsiktige finansieringen, men et tegn på at SalMar investerer ytterligere i sine konkurransefordeler som vi identifiserte i den strategiske analysen. Denne satsingen vil føre med seg høyere rentekostnader i tiden fremover, men vil også føre til øke fremtidige inntekter.

#### 4.4.2 Arbeidskapital

Kort fortalt kan arbeidskapital beskrives som hvor mye kapital SalMar har disponibelt på kort sikt (de neste 12 månedene). Nøkkeltallet arbeidskapital forteller oss et selskaps disponible likviditet etter at de bokførte kortsiktige fordringene er innkrevd og mottatt, samt etter



selskapet har gjort opp for sine kortsiktige gjeldsforpliktelser. Arbeidskapitalen beregnes ved å finne differansen mellom selskapets omløpsmidler (OM) og kortsiktig gjeld (KG). Arbeidskapitalen vil variere ut i fra hvilken driftssituasjon SalMar befinner seg i. En positiv arbeidskapital vil bety at selskapet har tilstrekkelig kapital til å dekke de kortsiktige forpliktelsene de står ovenfor. Er arbeidskapitalen derimot negativ, tilsier dette at bedriften står ovenfor større kortsiktige forpliktelser enn de har tilgjengelig likviditet til å hamle opp med, som kan gi bedriften problemer.

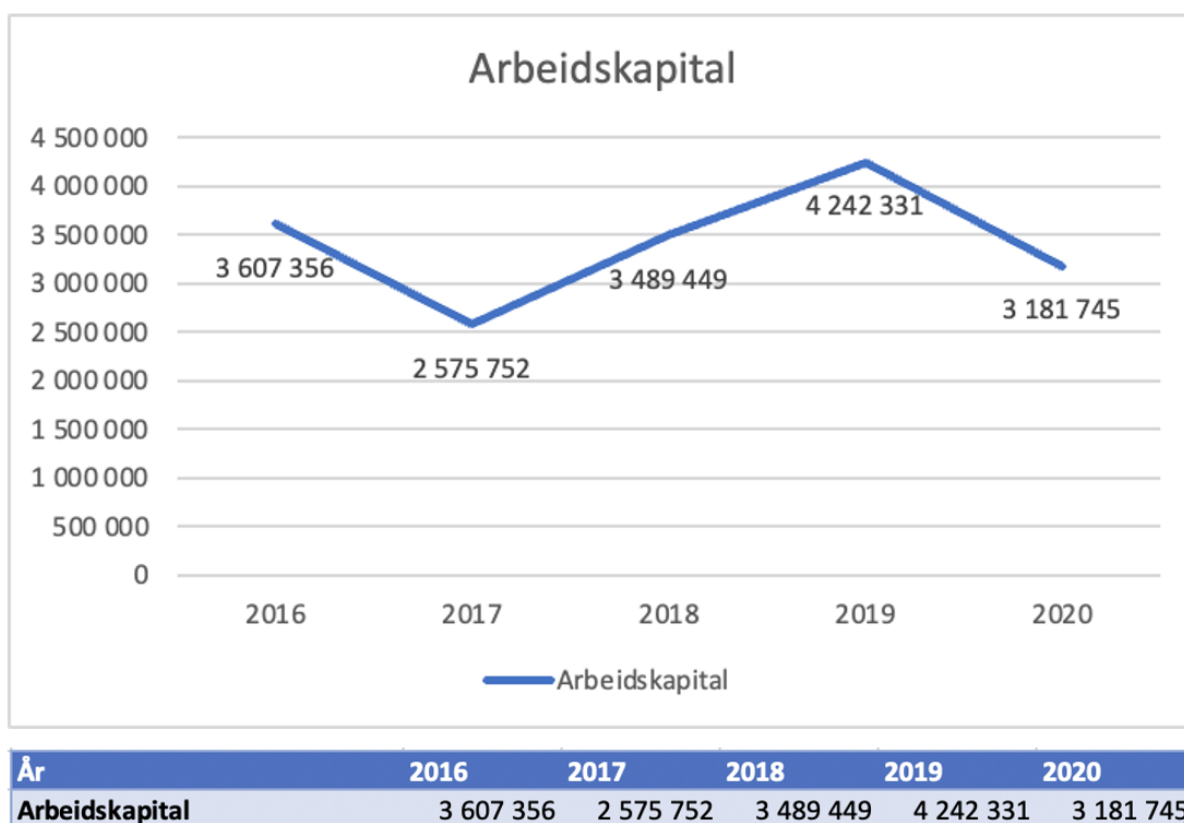


Figure 13: Historisk utvikling i arbeidskapital

I SalMars tilfelle ser vi at alle årene siden 2016 har selskapet hatt en tilstrekkelig arbeidskapital. Det er heller ingen grunn til å tro at arbeidskapitalen var dårlig før 2016. I 2017 ser vi en nedgang i arbeidskapitalen, til tross for en nedgang i kortsiktig gjeld det samme året skyldes nedgangen i arbeidskapital en større nedgang i SalMars omløpsmidler. Dette er hovedsakelig grunnet en nedgang i verdivurderingen av SalMars biologiske eiendeler, samt en reduksjon i fordringer fra året før. Den nedadgående trenden brytes derimot i 2018, da arbeidskapitalen økte tilsvarende reduksjonen året før. I 2019 økte

arbeidskapitalen enda mer, da kortsiktig gjeld faller samtidig som SalMars omløpsmidler øker.

SalMars arbeidskapital kan begrunnes som solid og stabil, da de inneholder tilstrekkelige midler til å tilpasse seg konjunktursvingninger og endringer som måtte oppstå i selskapets omløpsmidler og kortsiktig gjeld, som vi har sett i arbeidskapitalens bevegelser de tidligere årene.

#### 4.4.3 Rentedeckningsgrad

Rentedekningsgraden vil gi innblikk i hvilken grad SalMar er i stand til å betjene sine rentekostnader. Der en rentedeckningsgrad på 3 anses som tilfredsstillende, kan vi se at SalMar er i en meget god posisjon.

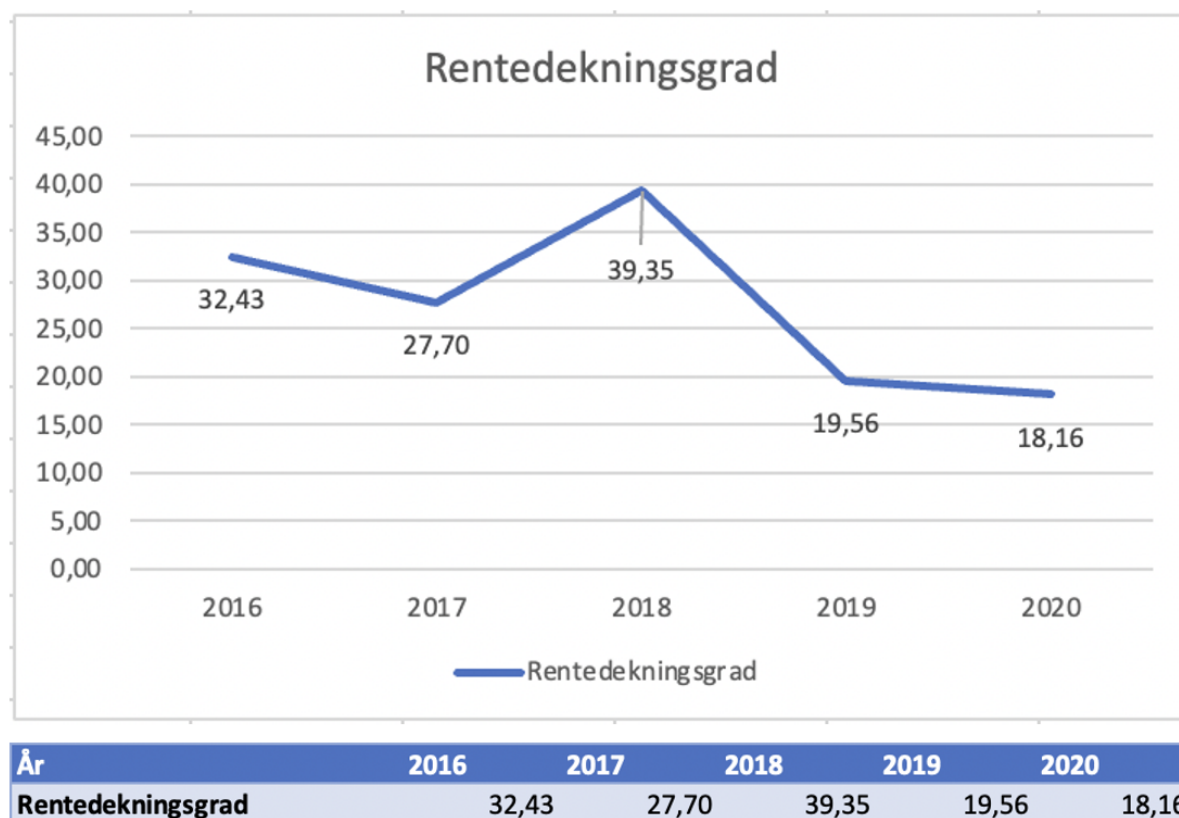


Figure 14: Historisk utvikling i rentedeckningsgrad

Man ser en generell nedadgående trend fra 2016 til 2020, som skyldes en kombinasjon av høyere rentekostnader og lavere lønnsomhet, med unntak av 2018 der gode forhold førte til det beste driftsresultatet i SalMars historie (SalMar, 2018). Økte rentekostnader vil igjen

skyldes økte investeringer i havbasert oppdrett og diverse anlegg, men også lavere lønnsomhet de siste to årene på grunn av uheldige biologiske hendelser og Covid-19. Selv om man ser en negativ utvikling burde det ikke være tegn til bekymring da rentedekningsgraden fremdeles er meget høy. Med et videre fokus på investeringer vil vi anta at denne trenden vil snu når disse kommer i operasjonell drift.

Man må derimot her være klar over at gjelden kan ha økt mer enn det som fremkommer av rentedekningsgraden i 2020, da lavere styringsrente som følge av Covid-19 pandemien gjør at rentekostnadene blir lavere og et større låneopptak da vil ha relativt liten innvirkning på rentedekningsgraden.

#### 4.4.4 Gjeldsgrad

Rentedekningsgraden bør også ses i sammenheng med gjeldsgraden. Der rentedekningsgrad sier noe om evnen til å betjene gjeld og avhenger av lønnsomhet og rentekostnader, sier gjeldsgraden noe om forholdet mellom gjeld og egenkapital. Per nå har SalMar en gjeldsgrad på 1, som innebærer at kapitalen er finansiert med like deler fremmedkapital og egenkapital.

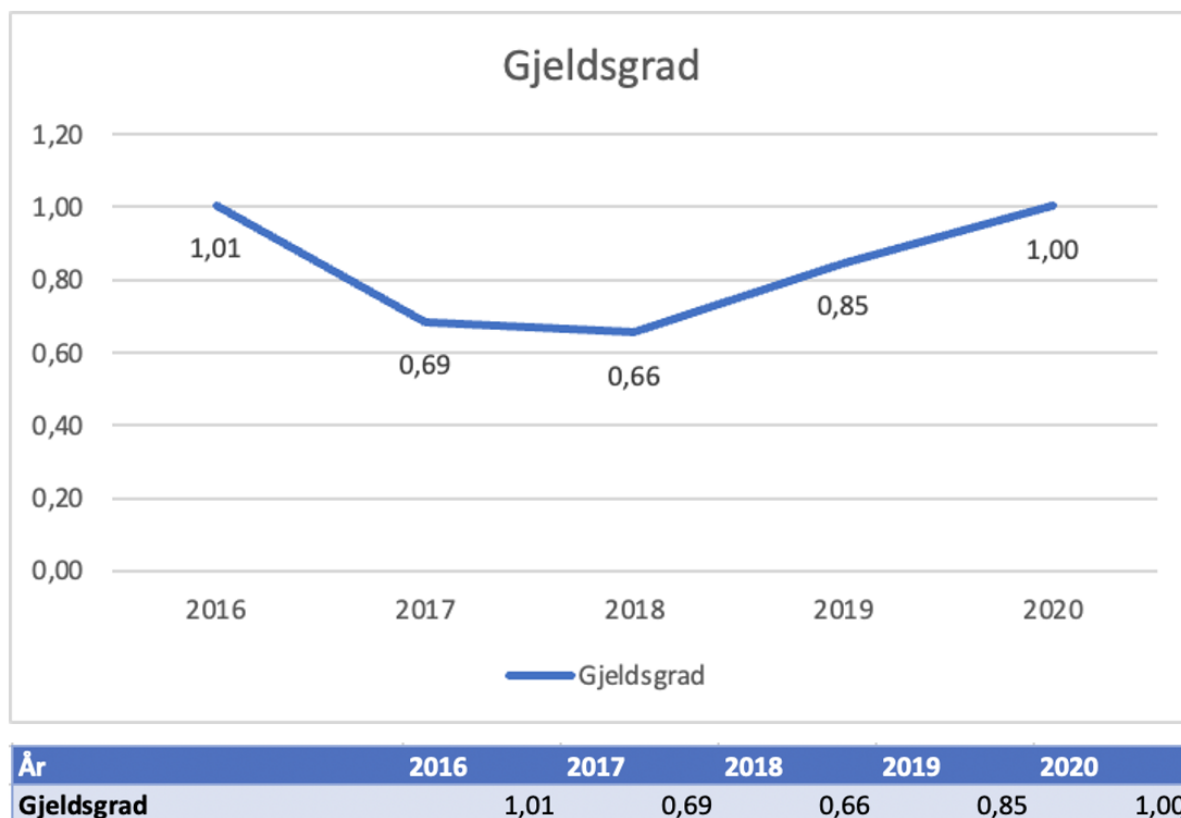


Figure 15: Historisk utvikling i gjeldsgrad

Sett opp mot rentedekningsgraden skyldes nedgangen i rentedekningsgraden fra 2016 til 2017 sannsynligvis lavere lønnsomhet, mens oppgangen fra 2018 til 2020 skyldes høyere rentekostnader gjennom en større andel gjeld. Her kan man også se at gjelden økte fra 2019 til 2020, noe som ikke fremkommer av rentedekningsgraden da de totale rentekostnadene ble betydelig redusert som følge av lavere styringsrente.

Totalt har SalMar en tilfredsstillende gjeldsgrad og har rom til å tåle tap ved å kunne ta opp mer gjeld dersom en slik situasjon forekommer.

#### 4.4.5 Egenkapitalandel

Når det gjelder egenkapitalandelen er denne nært knyttet til gjeldsgraden. Der gjeldsgrad viser forholdet mellom egenkapital og gjeld, viser egenkapitalandelen hvor stor del egenkapitalen utgjør av totalkapitalen, og da i hvilken grad eiendelene er finansiert med egne midler.

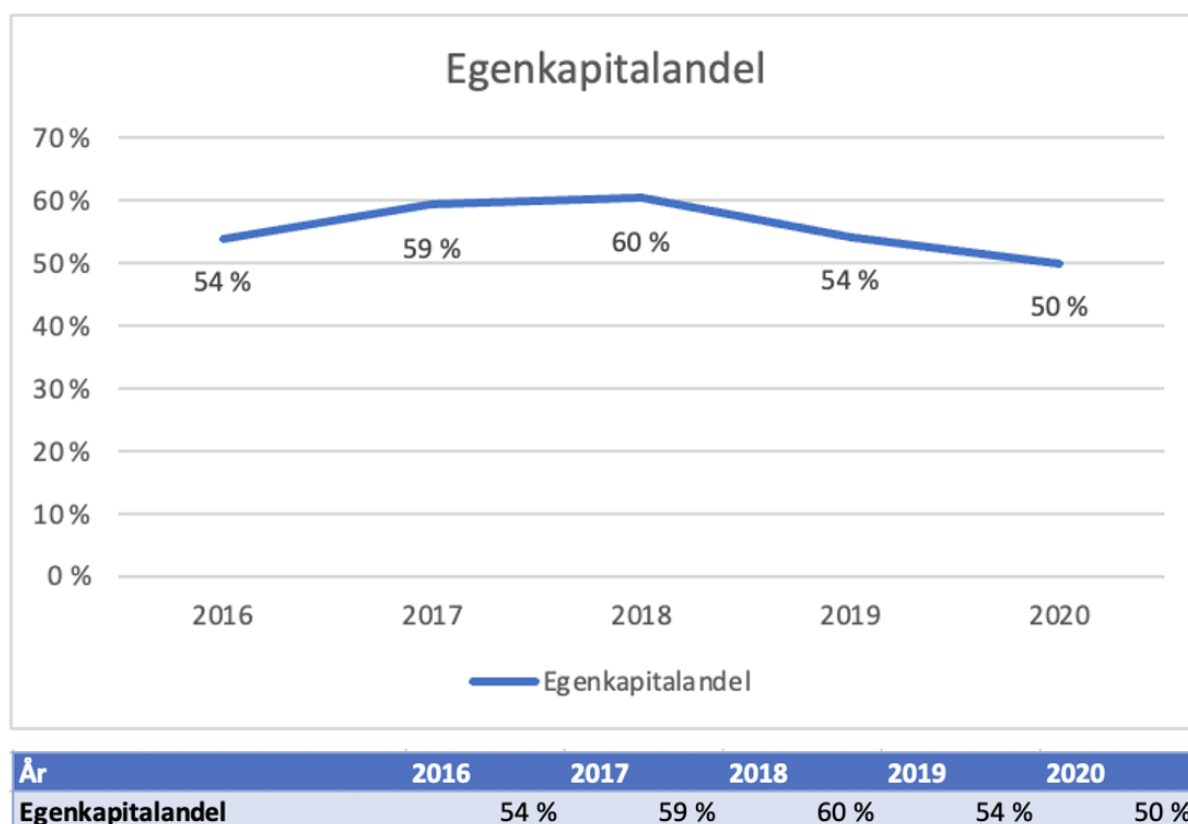


Figure 16: Historisk utvikling i egenkapitalandel

Her kan vi se at egenkapitalandelen forteller den samme historien som mange av de andre nøkkeltallene med en forbedring fra 2016 til 2018, etterfulgt av en nedadgående trend de siste årene. Utviklingen her er derimot mindre brå enn for eksempel egenkapitalrentabiliteten eller rentedekningsgraden da EK-andelen ikke blir direkte påvirket av lønnsomheten. Nedgangen de siste årene vil sannsynligvis skyldes de økte investeringene, men den holder seg fremdeles på et sunt nivå.

#### 4.5 Diskusjon av nøkkeltall

SalMar har de siste årene drevet en svært lønnsom bedrift. Dette vises gjennom nøkkeltallene egenkapitalrentabilitet, totalkapitalrentabilitet og driftsmargin. Til tross for en negativ trend i disse tallene de siste årene har nøkkeltallene fortsatt en svært forsvarlig størrelse, spesielt sammenlignet med SalMars konkurrenter. SalMar har som tidligere nevnt en driftsmargin som er 10% høyere enn sine konkurrenter, samt en totalkapitalrentabilitet som overgår bransjens gjennomsnitt. Med en svært god egenkapitalrentabilitet skaper SalMar også avkastning for sine investorer, som ikke ville vært mulig dersom bedriften hadde vært i økonomisk ubalanse.

Angående soliditet og finansiering er SalMar i en meget god posisjon. De har bygd seg opp en forsvarlig finansieringsstruktur og skapt en buffer som gjør de i stand til å tåle konjunktursvingninger og uforutsette kostnader og tap. Selv om også noen av disse nøkkeltallene er påvirket av den negative trenden, ser vi at for eksempel egenkapitalandelen ikke har endret seg stort. Dette tyder på en svært solid bedrift, spesielt med tanke på at SalMar har investert stort de siste årene, og som et resultat av dette har økt gjeldsgraden sin.

SalMars likviditet er i motsetning ikke ideell. Bedriftens likviditetsgrad 1 kan ikke beskrives som mer enn tilstrekkelig, sammenlignet med det som bransjen anses som god likviditet. SalMars likviditetsgrad 2 er derimot et godt stykke under hva som ønskes av en bedrift. Det er forståelig at det er vanskelig å gjøre en laks under vekst enormt likvid, men dette er uansett et punkt SalMar bør forsøke å forsterke, for å bedre ruste seg selv mot uforutsette kostnader.

Kort fortalt har samtlige nøkkeltall hatt en sterk negativ trend de siste årene. Dette skyldes hovedsakelig eksterne forhold SalMar ikke har innflytelse over, men avslører også deres

sårbarhet overfor makroøkonomiske forhold. Forretningsmodellen gjør dette vanskelig å gjøre noe med, men SalMar er godt rustet da de har opparbeidet seg god soliditet. På lang sikt burde de derimot jobbe med å diversifisere driften for å gjøre seg mindre sårbare. Tar man deres siste investeringer i betraktning, kan det se ut som en slik prosess er i gang.

#### 4.6 Oppsummering

Alt i alt kan SalMar anses som en svært solid bedrift. De scorer godt på de aller fleste nøkkeltallene og drives med god lønnsomhet. Til tross for den nedadgående trenden er ikke dette noe vi forutsetter vil fortsette i overskuelig framtid, da markedssituasjonen i dag ikke kan beskrives som annet enn ekstraordinær.

Det SalMar bør fokusere på er som nevnt å øke likviditeten sin. Dette vil gjøre bedriften mindre risikabel for å møte uforutsette smeller, og bidra til at SalMar opprettholder sin sterke posisjon i markedet.

### **5 Prognose av fremtidige kontantstrømmer**

Den strategiske analysen har vært med på å avdekke noen av SalMars styrker og svakheter, og vist at deres strategiske fordeler ligger i betydelige investeringer i havbasert oppdrett og videreforedlingsanlegg. Disse investeringene kan forventes å føre til betydelig økning i inntektene i de kommende år dersom markedsforholdene holder seg relativt stabile. Behovet for disse investeringene understøttes også av de finansielle nøkkeltallene som har vist en svak negativ trend de siste årene, delvis på grunn av covid-19 pandemien, men også på grunn av store svingninger i biologiske prosesser, noe havbasert oppdrett er et delvis svar på.

Alle disse forholdene vil vi ta hensyn til da vi videre skal foreta en prognostisering av fremtidige frie kontantstrømmer. Disse kontantstrømmene vil videre diskonteres ved hjelp av et avkastningskrav vi kommer frem til, for å finne nåverdien av SalMar.

## 5.1 Driftsinntekter

Driftsinntektene til oppdrettsselskaper drives hovedsakelig av to faktorer, slaktevolum og laksepris. For å komme frem til en anslag for fremtidige driftsinntekter må vi dermed komme med et anslag for begge disse faktorene. Vi vil gjøre dette på bakgrunn av historisk utvikling, og eventuelt justere basert på strategiske valg som ikke vises i tidligere utvikling.

Lakseprisen er en faktor SalMar ikke har noen innvirkningskraft på. Den blir satt av markedet og må godtas for det den er. Samtidig gjør sterke svingninger i prisen, både sesongbasert og på grunn av større hendelser, det vanskelig å estimere basert på historiske. Derimot er det på det europeiske laksebørsen utstedt Forward-kontrakter på laksepris basert på medlemmenes forventninger om lakseprisen (Fishpool, 2022). Forward-prisene strekker seg kun frem til 2024, så prisen for 2025 har vi valgt å basere på gjennomsnittet for de tre foregående årene, men justert ned til 62 kr per kg for å gjøre overgangen fra 2024 til 2025 mer naturlig.

Per 1. mars 2022 var Forward-prisene som følger:

År	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Forward priser (NOK)	55,4	58,42	67,89	63,30	60,50	62,00

Tabell 3: Forward laksepriser (Fishpool, 2022)

Tall på slaktevolum er hentet fra SalMars årsrapporter. Selv om dette er noe selskapet generelt sett har kontroll over, er oppdrett fremdeles konsentrert rundt å håndtere levende organismer som krever gode vekstforhold og pleie. Man er dermed utsatt for svingninger og uforutsette hendelser som kan påvirke slaktevolumet negativt. En slik uforutsett hendelse skjedde i 2016 da det ble påvist tilfeller av laksesykdommen ILA som førte til tidligere slakt enn vanlig.

Ellers viser tallene en sterk positiv utvikling de siste årene som flater ut etterhvert og legger seg på rundt 5%. Den sterke veksten i 2017 skyldes sannsynligvis det dårlige året i 2016

Ettersom oppdrettsbransjen opererer med konsesjoner som også regulerer mengden biomasse de kan ha på en gang, vil man etterhvert treffe et tak på hvor mye fisk man kan slakte uten å få tildelt flere konsesjoner, slik at man ikke automatisk kan anta at veksten vokser i det uendelige. Derimot vil oppstarten av havbasert oppdrett kunne endre rammene for dette, slik at vi for de neste fem årene antar at det foreløpig ikke er noe tak på slaktevolum.

Når vi skal estimere fremtidig slaktevolum tar vi utgangspunkt i historisk utvikling for å finne en gjennomsnittlig vekst for de siste fem årene som vi kan anta vil kunne gjelde for de neste fem årene. Denne veksten kan dermed legges til dagens slaktevolum for et omtrentlig estimat. Dette er presentert i Tabell 4 som gir oss en gjennomsnittlig vekt i slaktevolum på 4,01% per år. Vi har her valgt å inkludere begge de ekstraordinære årene 2016 og 2017 da det realistisk sett vil være store svingninger i slaktevolum, og fordi de mer eller mindre utligner hverandre slik at ingen har for stor effekt på den totale veksten. I tillegg vil en gjennomsnittlig vekst basert på tall fra 2018-2020 gi en vekst på 6,11%, noe vi anser som litt optimistisk med tanke på dagens markedsforhold.

År	2016	2017	2018	2019	2020
Slaktevolum (Tonn)	115 600	135 200	142 500	153 100	161 500
Vekst	-15,25 %	16,96 %	5,40 %	7,44 %	5,49 %
Gj.snitt vekst	4,01 %				

Tabell 4: Historisk utvikling i slaktevolum

Oppsummert vil de fremtidige lakseprisene og slaktevolumet som ligger til grunn for driftsinntekten se noe slik ut. Slaktevolumet i 2025 har vi justert ned en smule, fra det opprinnelige anslaget på 196 500 tonn til 192 000 tonn. Dette fordi en kontinuerlig vekst på 4% kan fremstå som litt for godt, spesielt i en bransje styrt av biologiske prosesser.

År	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Forward priser (NOK)	55,4	58,42	67,89	63,30	60,50	62,00
Estimert slaktevolum (Tonn)	161 500	167 970	174 699	181 697	188 976	192 000

Tabell 5: Prognostiserte laksepriser og slaktevolum

Dette kan vi bruke videre til å estimere SalMars driftsinntekter. Vi vil gjøre dette hovedsakelig ved å multiplisere pris og volum. Dette vil gi oss et anslag for salgsinntekt, men som med de fleste selskaper er det som regel andre inntektskilder gjennom driften som også er en del av driftsinntektene. Vi vil dermed også først beregne hvor stor andel historiske salgsinntekter utgjør av historiske driftsinntekter. Dersom det viser seg at det er et jevnt forhold mellom salgsinntekter og driftsinntekter kan vi justere våre estimerte salgsinntekter med denne faktoren for å få et estimat på fremtidige driftsinntekter. Utrekningene er vist i tabellen under.



År	2016	2017	2018	2019	2020
Slaktevolum	115 600	135 200	142 500	153 100	161 500
Laksepris	55	58	68	63	61
Beregnet driftsinntekt	6 404 240	7 898 384	9 674 325	9 691 230	9 770 750
Virkelig driftsinntekt	9 029 814	10 817 238	11 342 554	12 237 589	12 912 342
Differanse	70,92 %	73,02 %	85,29 %	79,19 %	75,67 %
Gj.snittlig differanse	76,82 %				
Korrelasjon	0,9292				

Tabell 6: Gjennomsnittlig differanse beregnet og virkelig driftsinntekt

Beregnet driftsinntekt er basert på samme fremgangsmåte som vi vil benytte for å estimere fremtidig driftsinntekt, ved å multiplisere historisk slaktevolum med historisk laksepris. Vi kan her se at dette utgjør mellom 70% og 85% av de virkelige driftsinntektene, med et gjennomsnitt på 76,82%. Når vi skal estimere driftsinntekter må vi dermed ta hensyn til denne forskjellen og justere det beregnede opp med omtrent 23 prosentpoeng. Dette er ikke en perfekt metode og er en kilde til unøyaktighet, men det vil gi et omtrentlig tall ikke for langt unna den faktiske driftsinntekten. For å forsikre oss om dette har vi også beregnet korrelasjonen mellom den beregnede og virkelige driftsinntekten og funnet denne til å være på 0,9292, noe som gir oss en viss trygghet for at resultatet vårt vil ha en stor grad av pålitelighet.

Selv om korrelasjonen er høy, ser vi også at det fortsatt er et 30% gap mellom våre beregnede driftsinntekter og de virkelige driftsinntektene. Noter tilhørende årsregnskapet viser at noe av dette stammer fra blant annet salg av slaktetjenester for andre oppdrettsselskaper og leieinntekter. Disse er vanskeligere å estimere og er en kilde til feil, men grunnet den høye korrelasjonen vil vi anta vår metode er tilfredsstillende nok.

År	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Laksepris	55,40	58,42	67,89	63,30	60,50	62,00
Estimert slaktevolum	161 500	167 970	174 699	181 697	188 976	192 000
Pris*Volum	8 947 100	9 812 796	11 860 302	11 501 443	11 433 066	11 904 000
<b>Estimert driftsinntekt</b>	<b>12 912 342</b>	<b>12 773 939</b>	<b>15 439 306</b>	<b>14 972 157</b>	<b>14 883 146</b>	<b>15 496 191</b>
Vekst i driftsinntekt		-1,07 %	20,87 %	-3,03 %	-0,59 %	4,12 %
Gj.snitt vekst	4,06 %					

Tabell 7: Prognostiserte driftsinntekter

Vi estimerer dermed de fremtidige driftsinntektene til å bli som presentert i tabellen over. Vi ser for oss en liten nedgang i 2021, etterfulgt av en kraftig oppgang i 2022 grunnet høyere

slaktevolum da InnovaNor skal være i operativ drift. Deretter vil reduksjon i lakseprisen prege utviklingen fremover.

Vi vil videre beregne driftskostnadene mye på samme måte som driftsinntektene, hovedsakelig basert på historiske data og andel av driftsinntekter. Driftskostnader henger tett sammen med aktiviteten på driften som igjen preger driftsinntektene, slik at det vil være nærliggende å anta en korrelasjon mellom disse.

## 5.2 Varekostnader

Vi begynner igjen med å finne andelen varekostnader historisk sett har utgjort av driftsinntektene.

År	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekt	9 029 814	10 817 238	11 342 554	12 237 589	12 912 342
Varekostnad	4 000 818	4 722 474	4 585 491	5 770 027	5 870 577
Andel av driftsinntekt	44,31 %	43,66 %	40,43 %	47,15 %	45,46 %
Gjennomsnittlig andel	44,20 %				
Korrelasjon	0,9397				

Tabell 8: Historisk andel varekostnad av driftsinntekt

Her ser vi at varekostnader i gjennomsnitt utgjør en andel på 44,20% av driftsinntektene, og korrelasjonen tyder på at dette er en pålitelig antakelse. Vi vil dermed beregne varekostnaden som 44,20% av driftskostnaden. Dette gir oss følgende varekostnader de neste årene.

År	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Estimert driftsinntekt	12 912 342	12 773 939	15 439 306	14 972 157	14 883 146	15 496 191
Estimert varekostnad	5 707 407	5 646 231	6 824 355	6 617 870	6 578 526	7 227 424

Tabell 9: Prognostiserte varekostnader

## 5.3 Lønnskostnader

Vi benytter igjen samme metode for å beregne lønnskostnader, og finner her at de historisk sett har utgjort 9,47% av driftsinntektene. Korrelasjonen understøtter dette, og vi ser at dette er den sterkeste korrelasjonen så langt.

År	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekt	9 029 814	10 817 238	11 342 554	12 237 589	12 912 342
Lønnskostnad	861 534	929 100	1 040 438	1 202 494	1 319 961
Andel av driftsinntekt	9,54 %	8,59 %	9,17 %	9,83 %	10,22 %
Gjennomsnittlig andel	9,47 %				
Korrelasjon	0,9441				

Tabell 10: Historisk andel lønnskostnad av driftsinntekt

Det er derimot ikke åpenbart at lønnskostnader kommer til å øke jevnt i all fremtid. Her vil oppstart av nye prosjekter kunne føre til plutselige økninger, og automatisering gjort at lønnskostnader øker mindre i forhold til driftsinntektene. Da Salmar nå er inne i en investeringsfase vil vi anta at de økte inntektene fra investeringene også vil komme med økt bemanning og dermed følge den historiske utviklingen de neste fem årene.

Våre estimerte lønnskostnader vil dermed bli som følger:

År	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Estimert driftsinntekt	12 912 342	12 773 939	15 439 306	14 972 157	14 883 146	15 496 191
<b>Estimert lønnskostnad</b>	<b>1 319 961</b>	<b>1 209 734</b>	<b>1 462 153</b>	<b>1 417 913</b>	<b>1 409 483</b>	<b>1 467 540</b>

Tabell 11: Prognostiserte lønnskostnader

#### 5.4 Andre driftskostnader

Årsregnskapets noter viser at andre driftskostnader inneholder poster som vedlikehold, forbruksmaterialer, innsatsfaktorer og fraktkostnader. Dette er poster det er naturlig å tenke henger sammen med produksjonsnivået. Derimot ser vi at korrelasjonen her er endel lavere enn for våre tidligere estimater. Dette tyder dermed på at det er andre faktorer som virker inn annet enn nivået på driftsinntektene, noe som gir mening da det hovedsakelig er innsatsfaktorer og fraktkostnader som påvirkes mest direkte av produksjonsaktiviteten. I dette tilfellet er det kanskje viktigere at man kan se at utviklingen er relativt jevn, slik at det ikke blir unaturlig å bruke gjennomsnittet for de siste årene som grunnlag for de fremtidige estimatene. Og selv om korrelasjonen er lavere enn tidligere eksempler, er den fremdeles relativt sterk og viser en samvariasjon.

År	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekt	9 029 814	10 817 238	11 342 554	12 237 589	12 912 342
Andre driftskostnader	1 377 795	1 584 825	1 768 036	1 479 023	1 902 210
Andel av driftsinntekt	15,26 %	14,65 %	15,59 %	12,09 %	14,73 %
Gjennomsnittlig andel	14,46 %				
Korrelasjon	0,7071				

Tabell 12: Historisk andel andre driftskostnader av driftsinntekter

Man kan se en svak nedadgående trend, noe som kan skyldes effektivitetsforbedringer over tid. Normalt hadde det kunne vært naturlig å fortsette denne trenden, men igjen så er SalMar for øyeblikket inne i en investeringsfase, slik at det blir naturlig å anta at driftskostnadene ikke vil fortsette og synke, men enten forbli stabile eller øke. Vi antar dermed at driftskostnadene vil holde seg på 14,46% av driftsinntektene, noe som gir følgende estimater av fremtidige driftskostnader:

År	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Estimert driftsinntekt	12 912 342	12 773 939	15 439 306	14 972 157	14 883 146	15 496 191
<b>Estimerte andre driftskostnad</b>	<b>1 902 210</b>	<b>1 847 481</b>	<b>2 232 970</b>	<b>2 165 407</b>	<b>2 152 534</b>	<b>2 241 198</b>

Tabell 13: Prognostiserte andre driftskostnader

## 5.5 Avskrivninger

Avskrivningene kan igjen estimeres på lik måte som vi har foretatt til nå, på bakgrunn av driftsinntekter. Det vil gi oss et godt estimat og en høy korrelasjon som vist under.

År	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekt	9 029 814	10 817 238	11 342 554	12 237 589	12 912 342
Avskrivninger	358 020	414 686	487 778	716 807	780 972
Andel av driftsinntekt	3,96 %	3,83 %	4,30 %	5,86 %	6,05 %
Gjennomsnittlig andel	4,80 %				
Korrelasjon	0,9219				

Tabell 14: Historisk andel avskrivning av driftsinntekt

Ettersom avskrivninger representerer “kostnaden” ved bruk av driftsmidler tenkte vi det ville være mer naturlig å estimere avskrivninger på bakgrunn av selskapets driftsmidler, ikke driftsinntekter. Vi gjennomfører dermed beregningen på dette grunnlaget og finner at korrelasjonen øker fra 0,9219 til 0,9515.

År	2016	2017	2018	2019	2020
Varige driftsmidler	3 137 522	3 604 770	3 591 490	4 939 621	6 402 795
Avskrivninger	358 020	414 686	487 778	716 807	780 972
Andel av driftsmidler	11,41 %	11,50 %	13,58 %	14,51 %	12,20 %
Gjennomsnittlig andel	12,64 %				
Korrelasjon	0,9515				

Tabell 15: Historisk andel avskrivning av varige driftsmidler

For å estimere avskrivninger på denne måten, må vi først estimere driftsmidler for de neste årene. Vi har valgt å gjøre dette basert på driftsmidlers andel av driftsinntekter, for deretter å benytte denne sammenhengen fremover i tid. Vi kan her se at driftsmidler har tilsvart rundt 30% av driftsinntektene, frem til 2019 da de plutselig økte kraftig, sannsynligvis på grunn av investeringer. Vi må dermed anta at driftsmidlene vil fortsette og øke i en periode fremover. Vi har valgt å sette et øvre tak på driftsmidlenes verdi som 60% av driftsinntektene. Dette er meget høyt sammenliknet med gjennomsnittet, men med de store investeringsprosjektene SalMar har satt i gang, og at driftsmidlene i 2020 utgjorde omtrent 50%, vil vi se på dette som ambisiøst, men likevel realistisk.

År	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekt	9 029 814	10 817 238	11 342 554	12 237 589	12 912 342
Varige driftsmidler	3 137 522	3 604 770	3 591 490	4 939 621	6 402 795
Andel	34,75 %	33,32 %	31,66 %	40,36 %	49,59 %
Gj.snitt andel	37,94 %				
Korrelasjon	0,8712				

Tabell 16: Historisk andel varige driftsmidler av driftsinntekt

År	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Estimert driftsinntekt	12 912 342	12 773 939	15 439 306	14 972 157	14 883 146	16 349 291
<b>Estimerte avskrivninger (driftsinntekt)</b>	780 972	613 265	741 227	718 799	714 526	784 914
Estimerte driftsmidler	6 402 795	7 839 669	9 598 998	9 282 738	9 227 551	10 136 560
<b>Reviderte estimerte avskrivninger (driftsmidler)</b>	<b>780 972</b>	<b>991 012</b>	<b>1 213 409</b>	<b>1 173 430</b>	<b>1 166 454</b>	<b>1 281 362</b>

Tabell 17: Revidering og prognostisering av estimerte avskrivninger

I tabellen over sammenlikner vi avskrivninger både som andel av driftsinntekter og som andel av driftsmidler. Estimerte avskrivninger basert på driftsinntekt baserer seg på at avskrivninger historisk sett har tilsvart 4,80% av driftsinntektene, se tabell 14, mens avskrivningene basert på driftsmidler baserer seg på at avskrivninger historisk sett har tilsvart 37,94% av driftsmidler, med et øvre tak på 60%, se tabell 16. Vi ser en mer naturlig vekst i avskrivningene ved bruk av den andre metoden, og dermed den vi vil inkludere videre i vår modell.

## 5.6 Nedskrivninger

Når det kommer til nedskrivninger er disse mer sporadiske og har ingen tendens til å følge et fast mønster. Vi kan blant annet se at noen år hadde 0 i nedskrivninger, etterfulgt av år med meget store nedskrivninger. For å håndtere dette velger vi å se på de gjennomsnittlige nedskrivningene fra tidligere år, og benytte gjennomsnittet av disse for de fremtidige fem årene. Dette vil kunne reflektere både år med ingen og store nedskrivninger og fordele dette utover. Vi vil dermed benytte en årlig nedskrivning på 7 338 000 NOK for de neste fem årene.

År	2016	2017	2018	2019	2020
Nedskrivninger	0	3 926	0	1 642	31 121
<b>Gj.snitt</b>	<b>7 338</b>				

Tabell 18: Historiske nedskrivninger

## 5.7 Investeringer

Når vi skal beregne investeringer er det igjen hovedsakelig to ulike måter vi kan benytte oss av. Man kan her enten beregne investeringer på bakgrunn av differansen mellom UB og IB varige driftsmidler, eller ved å se på kjøp av driftsmidler fra selskapets kontantstrømoppstilling. Vi vil her benytte oss av den sistnevnte metoden, da det først og fremst er lett tilgjengelig fra selskapets årsrapport, men kanskje viktigere fordi den inkluderer både kjøp av varige driftsmidler og immaterielle eiendeler. Å regne ut investeringer manuelt gjør at man kan miste investeringer på andre områder enn kun varige driftsmidler, og spesielt i en bransje som oppdrettsbransjen der immaterielle eiendeler knyttet til konsesjoner utgjør en viktig investering er dette viktig å få reflektert når vi beregnet videre fremtidige kontantstrømmer.

For å estimere investeringene fremover i tid benytter vi oss igjen av fremgangsmåten å se på hvor stor den gjennomsnittlige andelen investeringer historisk sett har utgjort av driftsinntekter, for deretter å anvende den som grunnlag for fremtidige estimater. Vi får her en gjennomsnittlig investeringsandel på 13,83%. Denne andelen må vi derimot være forsiktige med å følge for slavisk, først på grunn av den relativt lave korrelasjonen, men også på grunn av de store svingningene i investeringsandelen. Korrelasjonen er fremdeles sterk,

men ikke like sterk som noen av de andre korrelasjonene vi har sett tidligere, noe som tyder på at å sammenlikne investeringer opp mot driftsinntekter ikke er den beste måten å estimere på. Dette gir mening da investeringsbeslutninger ofte tas på bakgrunn av strategi og endringer i markeder og omgivelser, enn å sett investeringer opp mot aktivitetsnivået vist ved driftsinntekter. Dette er også med å forklare de kraftige svingningene investeringsandelen, da SalMar nå er inne i en periode med høye investeringer, hovedsakelig knyttet til deres prosjekter rundt havbasert oppdrett og nytt foredlingsanlegg.

År	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekter	9 029 814	10 817 238	11 342 554	12 237 589	12 912 342
Salg varige driftsmidler	2 298	3 933	210	0	6 206
Kjøp varige driftsmidler	1 096 824	937 084	945 997	1 347 398	3 755 385
<b>Netto investeringer</b>	<b>1 094 526</b>	<b>933 151</b>	<b>945 787</b>	<b>1 347 398</b>	<b>3 749 179</b>
Andel	12,12 %	8,63 %	8,34 %	11,01 %	29,04 %
Gj.snittlig andel	13,83 %				
Korrelasjon	0,6511				

Tabell 19: Historisk andel nettoinvesteringer av driftsinntekter

SalMar er som nevnt inne i en periode med flere investeringsprosjekter, noe som vil prege investeringsnivået og gjøre det vanskelig å estimere fremover. Vi kan se tegn på denne investeringsperioden begynte for fullt i 2020, der investeringer utgjorde en andel på 29% av driftsinntektene. Dette er en utvikling man ikke kan forvente vil vedvare, men som kan fortsette i en viss tid fremover. Blant annet melder styret gjennom sin årsberetning at Ocean Farm 1-utviklingen viser gode resultater og at prosjektering har begynt på Ocean Farm 2, noe som vil føre med seg økte investeringsutgifter. I tillegg vil det i løpet av 2021 bli tatt en investeringsbeslutning om dypvannsmerder (SalMar, 2020). Det nye slakte- og foredlingsanlegget InnovaNor vil starte drift fra sommeren 2021, noe som videre vil redusere investeringer knyttet til det prosjektet.

År	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Driftsinntekter	12 912 342	12 773 939	15 439 306	14 972 157	14 883 146	15 496 191
<b>Estimerte nettoinvesteringer</b>	<b>3 749 179</b>	<b>3 193 485</b>	<b>3 087 861</b>	<b>1 347 494</b>	<b>1 339 483</b>	<b>1 471 436</b>
Andel av driftsinntekter	29,04 %	25,00 %	20,00 %	9,00 %	9,00 %	9 %
Gj.snittlig andel	16,92 %					

Tabell 20: Prognostiserte nettoinvesteringer

Vi velger dermed å justere opp investeringsandelen de neste to årene til å ligge rundt 2020 nivået på 29%, for deretter å redusere det de tre neste årene til rundt 8% for å ligge på linje med lav-årene 2017 og 2018. Totalt gir dette en gjennomsnittlig investeringsandel over de neste 5 årene på 18,5%, noe vi anser som realistisk sett i forhold til gjennomsnittet for de forrige 5 årene.

## 5.8 Virkelig verdijustering

Virkelig verdijustering er ment å reflektere endringer i biomasse, og urealisert verdi i Fish Pool-kontrakter og valutaterminkontrakter (SalMar, 2020). På samme måte som med nedskrivningene er det sterk variasjon i virkelig verdijustering, og vi vil dermed behandle det på samme måte, ved å beregne gjennomsnittet for de tidligere fem årene, og spre det utover de fremtidige fem årene.

År	2016	2017	2018	2019	2020
Virkelig verdijustering	653 955	-370 015	845 831	-32 995	-179 532
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>183 449</b>				

Tabell 21: Historiske verdijusteringer

År	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Estimert verdijustering</b>	<b>183 449</b>	<b>183 449</b>	<b>183 449</b>	<b>183 449</b>	<b>183 449</b>	<b>183 449</b>

Tabell 22: Prognostiserte verdijusteringer

## 5.9 Endringer i arbeidskapital

For å beregne fri kontantstrøm må vi også estimere fremtidige endringer i arbeidskapitalen. Å estimere arbeidskapital er komplisert da både omløpsmidler og kortsiktig gjeld er størrelser som kan svinge mye fra periode til periode. Vi har to ulike tilnærminger for å forsøke å estimere dette. Den første er å se på gjennomsnittlig endring i egenkapitalen basert på historiske data, for deretter å anvende denne utviklingen fremover i tid.

År	2016	2017	2018	2019	2020
Arbeidskapital	3 607 356	2 575 752	3 489 449	4 242 331	3 181 745
Endring	349 837	-1 031 604	913 697	752 882	-1 060 586
Endring %		-28,60 %	35,47 %	21,58 %	-25,00 %
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>0,86 %</b>				

Tabell 23: Historisk endring i arbeidskapital



Her kan vi se at den gjennomsnittlige endringen i prosent er på 0,86%, noe som skyldes at det er tilnærmet like endringer i både positiv og negativ retning. Her er det viktig å merke seg at det er endringen i arbeidskapital som har en gjennomsnittlig økning på 0,86%, ikke arbeidskapitalen i seg selv. De fremtidige prognosene vil dermed bli som følger:

År	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Endring i arbeidskapital	-1 060 586	1 069 738	1 078 969	1 088 280	1 097 670	1 107 142

Tabell 24: Prognostisert endring i arbeidskapital

Denne metoden ser vi gir oss ganske høye og stabile endringer i arbeidskapital, som det kan argumenteres for at ikke er like realistisk, spesielt når man ser det i lys av historisk utvikling. Den skiller heller ikke mellom positive og negative endringer i arbeidskapital.

Alternativt kan vi velge å prognostisere endringer i arbeidskapitalen på bakgrunn av deres historiske andel av driftsinntekter. Dette kan muligens være en bedre tilnærming da arbeidskapitalen ofte svinger i takt med produksjonsnivået og dermed driftsinntektene. Ved bruk av denne metoden ser vi at arbeidskapitalen i gjennomsnitt utgjør omtrent 31% av driftsinntektene. Med dette som grunnlag kan vi estimere fremtidig arbeidskapital, for så å finne endringen.

År	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekt	9 029 814	10 817 238	11 342 554	12 237 589	12 912 342
Arbeidskapital	3 607 356	2 575 752	3 489 449	4 242 331	3 181 745
Andel	39,95 %	23,81 %	30,76 %	34,67 %	24,64 %
Gjennomsnittlig andel	30,77 %				

Tabell 25: Historisk andel arbeidskapital av driftsinntekt

År	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Driftsinntekt	12 912 342	12 773 939	15 439 306	14 972 157	14 883 146	15 496 191
Estimert arbeidskapital	3 181 745	3 930 098	4 750 140	4 606 414	4 579 029	4 767 641
Endring i arbeidskapital	-1 060 586	748 353	820 041	-143 726	-27 386	188 613

Tabell 26: Prognostisert arbeidskapital revidert

Denne metoden gir oss en endring i arbeidskapital som i stor grad minner om historisk endring i arbeidskapital. Det er noen år, som for eksempel 2023e og 2024e, der endringen er noe lavere enn man har sett, men denne metoden gir både positive og negative endringer. På

grunn av disse faktorene ser vi på denne metoden som mer nøyaktig for estimering av endringer i arbeidskapital og vil anvende denne videre i beregningene.

### 5.10 Frie kontantstrømmer

Ved å sammenstille alle prognosene vi har kommet frem til, får vi en oversikt over de frie kontantstrømmene for de neste fem årene.

År	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Driftsinntekter	12 912 342	12 773 939	15 439 306	14 972 157	14 883 146	15 496 191
Varekostnad	-5 870 577	-5 646 231	-6 824 355	-6 617 870	-6 578 526	-7 227 424
Lønnskostnad	-1 319 961	-1 209 734	-1 462 153	-1 417 913	-1 409 483	-1 467 540
Andre driftskostnader	-1 902 210	-1 847 481	-2 232 970	-2 165 407	-2 152 534	-2 241 198
<b>EBITDA</b>	<b>3 819 594</b>	<b>4 070 492</b>	<b>4 919 827</b>	<b>4 770 968</b>	<b>4 742 604</b>	<b>4 560 030</b>
Avskrivning	-780 972	-991 012	-1 213 409	-1 173 430	-1 166 454	-1 281 362
Nedskrivninger	-31 121	-7 338	-7 338	-7 338	-7 338	-7 338
<b>Operasjonelt Driftsresultat</b>	<b>3 007 501</b>	<b>3 072 142</b>	<b>3 699 081</b>	<b>3 590 200</b>	<b>3 568 812</b>	<b>3 271 330</b>
Virkelig verdijustering	-179 532	183 449	183 449	183 449	183 449	183 449
<b>EBIT</b>	<b>2 827 969</b>	<b>3 255 591</b>	<b>3 882 530</b>	<b>3 773 649</b>	<b>3 752 261</b>	<b>3 454 779</b>
Skattekostnad (22%)	-563 355	-716 230	-854 157	-830 203	-825 497	-760 051
<b>EBI</b>	<b>2 264 614</b>	<b>2 539 361</b>	<b>3 028 373</b>	<b>2 943 446</b>	<b>2 926 763</b>	<b>2 694 728</b>
Avskrivninger	780 972	991 012	1 213 409	1 173 430	1 166 454	1 281 362
Nedskrivninger	31 121	7 338	7 338	7 338	7 338	7 338
Endring Arbeidskapital	1 060 586	-748 353	-820 041	143 726	27 386	-188 613
Investeringer	-3 749 179	-3 193 485	-3 087 861	-1 347 494	-1 339 483	-1 471 436
<b>Fri kontantstrøm</b>	<b>388 114</b>	<b>-404 127</b>	<b>341 217</b>	<b>2 920 445</b>	<b>2 788 458</b>	<b>2 323 378</b>

Tabell 27: Prognose fremtidige kontantstrømmer

Vi kan se relativt lave, til og med negative, frie kontantstrømmer de første årene. Dette skyldes hovedsakelig de høye investeringene som gjøres i disse årene. Deretter vil kontantstrømmene ta seg kraftig opp, både på grunn av lavere investeringer, men også på grunn av at disse investeringene vil begynne å kaste av seg. Dette vil derimot også føre til høyere avskrivninger.

Ellers vil de fleste kostnadene øke i takt med økte inntekter, og vi vil videre ta utgangspunkt i en fri kontantstrøm på 2 323 378 000 NOK når vi skal estimere terminalleddet for fremtidige kontantstrømmer.

## 6 Avkastningskrav

For å kunne gå videre med en fundamental verdsettelse av SalMar, trenger vi å komme frem til et avkastningskrav for å diskontere de fremtidige kontantstrømmene med.

Dette avkastningskravet skal reflektere alternativkostnaden til eierne ved å investere i selskapet, hva de krever for å investere i SalMar i motsetning til andre investeringer.

Avkastningskrav kan beregnes på mange ulike måter, men felles er at det skal reflektere risiko og dermed kostnaden ved å investere i et objekt forhold til å investere andre steder. Vi har her valgt å benytte oss av WACC, Weighted Average Cost of Capital, som avkastningskrav. Dette hovedsakelig fordi den kombinerer avkastningskrav for selskapets egenkapital med avkastningskrav knyttet til selskapets finansiering.

Et høyt avkastningskrav vil kunne være et tegn på høyere risiko, da eierne krever høyere avkastning for å ta på seg mer risiko ved å investere i selskapet.

WACC beregnes som et vektet gjennomsnitt av avkastningskravet til egenkapitalen, og selskapets gjeldskostnad, gitt ved formelen:

$$WACC = a_{EK} * k_{EK} + a_G * k_G * (1 - s)$$

$$a_{EK} = \text{egenkapitalandel}$$

$$k_{EK} = \text{avkastningskrav til egenkapitalen}$$

$$a_G = \text{gjeldsandel}$$

$$k_G = \text{gjeldskostnad}$$

$$s = \text{skattesats}$$

For å kunne beregne WACC velger vi først å benytte kapitalverdimodellen (CAPM) for å finne et avkastningskrav for egenkapitalen. CAPM benytter risikofri rente, markedets risikopremie og aksjens beta-verdi til å beregne et avkastningskrav for egenkapitalen, noe vi mener burde gi et godt estimat på alternativkostnaden investorene møter (Boye et. al., 2018). Vi vil dermed begynne med å komme med et estimat for disse verdiene.

## 6.1 Risikofri rente

Risikofri rente er som navnet antyder den forventede avkastningen man kan forvente ved å investere i en eiendel helt uten risiko. En slik eiendel vil ikke ha innslag av verken likviditets- eller kredittrisiko. I de fleste velfungerende økonomier er det langvarige statsobligasjoner som best reflekterer en slik risikofri eiendel. Disse blir hyppig omsatt og deres verdi er garantert av staten som utsteder dem, noe som gjør dem godt egnet til å representere en risikofri rente.

I Norge blir renten på 10-årige statsobligasjoner som regel brukt for å representere risikofri rente (PWC, 2021). Norges Banks nyeste anslag for renten på 10-årig statsobligasjoner er på 1,36% på skrivetidspunktet (18.03.2022). Derimot er det slik at denne oppgaven baserer seg på årsrapporter og regnskapsdata fra SalMar som gjelder ut året 2020, og vi skal i hovedsak finne verdien av SalMar ASA 31.12.2020. Det kan dermed gi mer mening å benytte seg av hva renten var på dette tidspunktet, 0,96% (Norges Bank, 2022). Vi imidlertid ta i betraktning at innslaget av Covid-19 pandemien har påvirket rentene i stor grad, blant annet ved at Norges Bank har senket styringsrenten for å holde det økonomiske nivået oppe. På grunn av disse ekstraordinære hendelsene velger vi å benytte oss av dagens rentenivå, da det er mer oppdatert med hensyn til utsiktene etter pandemien og reflekterer i større grad en normalsituasjon. Dagens nivå sammenfaller også helt likt med rentenivået de første dagene i 2020, noe som er med på å støtte vårt argument om at dette representerer et normalnivå på rentene.

## 6.2 Markedets risikopremie

De fleste investorer anses å være risikoaverse, noe som innebærer at de er motvillige til å pådra seg mer risiko enn de anser som nødvendig. Dersom de skal investere i et mer risikabelt prosjekt, vil de kreve høyere avkastning for å pådra seg høyere risiko. Denne risikokompensasjon betegnes som markedets risikopremie.

Mer konkret er det differansen mellom forventet avkastning til markedsporteføljen og risikofri rente.

En undersøkelse gjort av PwC og Norske Finansanalytikerers Forening gir en median for markedets risikopremie i Norge på 5% (PWC, 2021). Vi vil dermed legge dette til grunn i videre beregninger.

### 6.3 Beta

En aksjes betaverdi representerer den systematiske risikoen ved å investere i aksjen i forhold til markedet, risikoen som følger selskapet som følge av markedsforhold og som ikke kan diversifiseres bort (Boye et. al., 2018). Dette sier noe om hvor volatil aksjen er forventet å være i forhold til markedsindeksen.

En beta-verdi på over 1 vil innebære at aksjen har høyere systematisk risiko enn markedet, og man kan forvente at aksjen svinger mer. En beta-verdi på under 1 vil si at aksjen er forventet å svinge mindre enn markedet.

Formelen for beregning av beta er som følger:

$$B = SD(R_i) * p(R_i, R_m) / SD(R_m)$$

$$SD(R_i) = \text{Standardavviket til avkastningen til aksje } i$$

$$SD(R_m) = \text{Standardavviket til avkastningen til markedet}$$

$$p(R_i, R_m) = \text{korrelasjonskoeffisienten mellom } R_i \text{ og } R_m$$

Denne formelen kan forenkles til:

$$B = Cov(R_i, R_m) / Var(R_m)$$

Vi beregner dermed først kovariansen mellom den månedlige avkastningen til SalMar de siste fem årene og den månedlige avkastningen til Hovedindeksen (OSEBX), og dividerer dette på variansen til avkastningen til Hovedindeksen (OSEBX). Dette gir oss følgende beta-verdi:

		Selskap	Beta
Cov(Salm, OSEBX)	0,000095	Salmar	0,76
Var(OSEBX)	0,000127	Mowi	0,82
		Lerøy	0,74
		Grieg	1,09
Beta	0,76	NRS	-0,59

Tabell 28: Beregning av beta og beta for konkurrenter

I samsvar med beskrivelsen av en beta på under 1, vil SalMars beta på 0,76 være mindre volatil sammenlignet med markedet. Oslo Børs er derimot en meget oljetung børs, noe som kan skape et feilaktig bilde av oppdrettsselskapenes volatilitet ettersom oljeaksjer generelt

svinger i takt med oljeprisen som i seg selv er relativt volatil, og dermed drar indeksen med seg. Men sammenlignet med sine konkurrenter har SalMar en av de laveste beta-verdiene i bransjen.

#### 6.4 CAPM

Når vi nå har beregnet alle bestanddelene i CAPM kan vi gå frem for å finne et avkastningskrav til egenkapitalen, som vi senere vil benytte til å beregne et avkastningskrav for totalkapitalen gjennom WACC.

Formelen for CAPM er som følger:

$$E(R_j) = R_F + [E(R_M) - R_F] * B$$

Setter vi verdiene vi har kommet frem til så langt inn i formelen får vi et avkastningskrav for egenkapitalen på:

$$E(R_j) = 1,36\% + 5\% * 0,76$$

$$E(R_j) = 5,16\%$$

#### 6.5 Gjeldskostnad

I forbindelse med å beregne WACC trenger vi også å beregne både gjeldskostnaden og gjeldsandelen, da WACC representerer et vektet gjennomsnitt mellom selskapets finansieringsmåter og risikoen dette bringer med seg.

Gjeldskostnaden finner vi ved å se på forholdet mellom rentekostnader og selskapets rentebærende gjeld, som vi henter direkte fra selskapets årsrapport.

År	2016	2017	2018	2019	2020
Rentebærende gjeld	2 364 474	1 222 533	1 572 708	2 902 120	4 892 615
Rentekostnader	106 328	106 961	116 101	170 190	149 854
Gjeldskostnad %	4,50 %	8,75 %	7,38 %	5,86 %	3,06 %
Gjennomsnitt	5,91 %				

Tabell 29: Historiske rentekostnader

Vi ser her at den rentebærende gjelden sank frem mot 2017, før den snudde og øke kraftig fra 2019 og utover. Dette skyldes nok hovedsakelig SalMars nevnte investeringsprogram i InnovaNor og deres satsing på havbasert oppdrett.

Samtidig ser vi at rentekostnadene har økt over de siste fem årene i kronebeløp, mens gjeldskostnaden har fluktuert mye opp og ned. Dette skyldes både at forholdet mellom rentekostnader og rentebærende gjeld endrer seg, men den plutselige nedgangen til tross for økt gjeld fra 2019 og utover skyldes nok Covid-19 pandemien som førte til at styringsrenten ble satt til 0. Dette gjør nok at den gjennomsnittlige gjeldskostnaden er forholdsvis lav i forhold til et normalnivå. Vi antar dermed at den relative gjeldskostnaden holder seg lik fra 2019 til 2020, slik at vi oppjusterer gjeldskostnaden i 2020. Vi får da heller en gjennomsnittlig gjeldskostnad på 6,47%.

År	2016	2017	2018	2019	2020
Rentebærende gjeld	2 364 474	1 222 533	1 572 708	2 902 120	4 892 615
Rentekostnader	106 328	106 961	116 101	170 190	149 854
Gjeldskostnad %	4,50 %	8,75 %	7,38 %	5,86 %	5,86 %
Gjennomsnitt	6,47 %				

Tabell 30: Historiske rentekostnader revidert

Sett i lys av hendelser på skrivetidspunktet kan dette ses som et naturlig valg da styringsrenten allerede satt opp med 25 basispunkter, og vi kan anta at den kommer til å fortsette å øke, men at det vil ta tid før den når gamle nivåer. Vi legger dermed til grunn en gjeldskostnad på 6,47% for videre beregninger.

## 6.6 Egenkapitalandel og gjeldsandel

Egenkapitalandel og gjeldsandel har vi allerede beregnet som en del av regnskapsanalysen. Vi kom frem til en egenkapitalandel på 49,9% i 2020, noe som da følgelig gir en gjeldsandel på 50,1%.

## 6.7 WACC

Vi kan nå med verdiene vi har kommet frem til beregne et avkastningskrav for totalkapitalen ved å bruke WACC formelen:

$$WACC = a_{EK} * k_{EK} + a_G * k_G * (1 - s)$$

$$WACC = 0,499 * 5,16\% + 0,501 * 6,47\% * (1 - 0,22)$$

$$WACC = 5,10\%$$

Når vi nå har et avkastningskrav kan vi benytte dette til å beregne terminalleddet for SalMars frie kontantstrømmer fremover i tid.

## 6.8 Terminalledd

Selv om vi kun estimerer frie kontantstrømmer for de neste fem årene, vil SalMar fremdeles fortsette å få inn inntekter i de etterfølgende årene. Det er derimot slik at jo lenger frem i tid vi forsøker å estimere, jo mer usikre vil våre estimater bli da både mikro- og makroforhold kan endres raskt. Denne usikkerheten forsterkes av at vi allerede baserer oss på data som strekker fem år tilbake i tid. Vår begrensede evne til å estimere forbi fem år gjør at vi antar at det frie kontantstrømmen fra 2025 vil vokse jevnt inn i det uendelige. Dette kan virke urealistisk, men med all informasjonen tilgjengelig er dette en antakelse vi må legge til grunn.

Ettersom vi har å gjøre med en uendelig vekstrekke med konstant vekst velger vi å benytte oss av Gordons formel for å estimere nåverdien. Vekstfaktoren  $g$  skal her reflektere SalMars forventede vekst inn i all fremtid, og må dermed inneholder elementer av både inflasjon og vekst. Som vi har nevnt tidligere under den strategiske analysen er utsiktene for laksebransjen gode, med både økt befolkningsvekst og en rotasjon mot mer bærekraftige og sunnere matvaner. Samtidig vil inflasjon være med på å redusere den reelle veksten. Veksten kan heller ikke være høyere enn veksten i BNP over lengre perioder, da det vil være med på å trekke opp BNP til de sammenfaller igjen. På bakgrunn av disse faktorene velger vi å sette vekstfaktoren  $g$  lik Norges Banks inflasjonsmål på 2% (Norges Bank, 2021).



Når vi skal beregne nåverdien av en uendelig vekstrekke benytter vi oss av Gordons formel:

$$\text{Terminalverdi} = (CF)/(r - g)$$

CF = Estimert fri kontantstrøm i 2025

r = WACC

g = vekstfaktor

Utregningene blir da som følger:

$$\text{Terminalverdi} = (CF)/(r - g)$$

$$\text{Terminalverdi} = (2\,323\,378\,000)/(5,10\% - 2\%)$$

$$\text{Terminalverdi} = 74\,870\,731\,000$$

## 7 Sammensetning fundamental verdsettelse

For å fullføre den fundamentale verdsettelsen vil vi benytte oss av DCF-metoden for å komme frem til et kursmål på SalMar ASA. Her er fremgangsmåten å finne nåverdien av selskapets egenkapital ved å diskontere fremtidige kontantstrømmer og legge til terminalleddet, for så å trekke fra rentebærende gjeld for å finne markedsverdien. Vi dividerer da markedsverdien med antall utestående aksjer for å finne hva vi kommer frem til bør være pris per aksje, vårt kursmål, og ser da om vår analyse viser om aksjen er overvurdert eller undervurdert i forhold til dagens markedspris.

År	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Fremtidige frie kontantstrømmer	388 114	-404 127	341 217	2 920 445	2 788 458	2 323 378
Terminalledd						74 870 731
<b>WACC</b>	<b>5,10 %</b>					
<b>Vekstfaktor (g)</b>	<b>2 %</b>					
Nåverdi	81 458 968					
Rentebærende gjeld	-4 892 615					
Verdi EK	76 566 352 872					
Ant.aksjer	117 697 638					
<b>Kursmål</b>	<b>651</b>					

Tabell 31: Diskontering av kontantstrømmer og terminalledd

Våre beregninger gir oss et kursmål på 651 kr per aksje. Sett opp mot aksjekursen 30.12.2020 på 488,13 kr ser vi her en oppside på 33,3%.

Vi ser her en meget stor oppside, noe som kan så tvil ved våre analyser. Derimot er våre estimater ment å se fremover og finne den virkelige verdien til selskapet når våre forutsetninger slår til. Siden vi benytter oss av offentlig informasjon er dette informasjon som allerede er kjent for markedet og burde vært priset inn. Dette kan da tyde på at vi har truffet godt med våre analyser og antakelser, eller at vi har bommet. Vi vil her merke at aksjekursen krysset vårt kursmål 9. februar 2021 og har siden fluktuert rundt dette nivået (DN Investor, 2022).



Figure 17: Utvikling i aksjekurs SalMar

## 8 Markedsbasert verdsettelse

For å få et annet perspektiv på verdsettelsen av SalMar ASA velger vi å i tillegg til den fundamentale verdsettelsen gjennomføre en markedsbasert verdsettelse ved bruk av multipler. Tanken bak denne metoden er å benytte seg av markedsbaserte forholdstall om selskapet og sammenligne disse med forholdstall for bransjen for å se om selskapet er over- eller underpriset sammenlignet med sine nærmeste konkurrenter.

Vi velger her å sammenligne SalMar med konkurrentene vi har nevnt tidligere, Mowi, Norway Royal, Grieg, men med unntak av Lerøy Seafood Group. Grunnen til dette er at Lerøy er engasjert i andre områder enn bare laks, blant annet oppdrett av hvit fisk og villfangst, som gjør det mindre sammenlignbart enn andre rene oppdrettsselskaper. Vi velger

dermed å erstatte Lerøy for Bakkafrost, da det hovedsakelig driver med lakseoppdrett, er notert på Oslo Børs og er innlemmet i Sjømatindeksen der.

Multiplene vi vil benytte videre er Price/Earnings (P/E), Price/Book (P/B), Enterprise Value/Kilogram (EV/Kg) og Enterprise Value/EBIT (EV/EBIT).

### 8.1 P/E

Multipellen Price/Earning måler selskapets verdsettelse sett opp mot selskapets inntjening, og kan ses på hvor mye markedet er villig til å betale for én krone av selskapets inntjening. En høy P/E i forhold til konkurrentene kan være et tegn på at selskapet er overpriset, men kan også være et tegn på at markedet forventer høyere inntjening for dette selskapet i fremtiden enn konkurrentene, og dermed er villig til å betale mer per aksje på dette tidspunktet. Sett alene gir ikke dette forholdet særlig mye, slik at man også må benytte seg av andre faktorer for å kunne konkludere nærmere.

P/E	Salmar	Mowi	NRS	Grieg	Bakkafrost
Aksjepris (per 30.12.2020)	488,13	187,35	213,44	85	607,92
EPS	17,52	2,41	1,86	-4,84	7,83
P/E	27,86	77,80	114,75	-17,56	77,64
Gjennomsnitt	56,10				
Gj.snitt ex. Grieg	74,51				
Snitt	74,51				
EPS Salmar	17,52				
Beregnet kursmål ex. Grieg	1305,48				
Beregnet kursmål	982,84				

Tabell 32: P/E analyse

### 8.2 P/B

Price/Book måler forholdet mellom selskapets markedsverdi og bokførte egenkapital. Dersom man skulle likvidert selskapet er P/B et mål på hvor mye aksjonærene ville sittet igjen med.

Vi ser her at SalMar ligger godt over gjennomsnittet blant sine konkurrenter. Dette kan være et tegn på at aksjen er overpriset, men kan også være et tegn på at selskapet har høy verdiskapning gjennom for eksempel immaterielle eiendeler, som for SalMar inkluderer

oppdrettskonsesjoner. Når vi da beregner et kursmål basert på bransjesnittet, ligger dette langt under vårt kursmål fra den fundamentale verdsettelsen, som igjen kan være et tegn på at aksjen er overpriset.

Kolonne1	Salmar	Mowi	NRS	Grieg	Bakkafrost
Markedsverdi	57 451 748 037	96 880 762 899	9 194 335 457	9 642 998 570	35 954 212 560
Book value	10 986 902 000	28 940 127 000	3 130 692 000	4 370 918 000	12 281 515 260
P/B	5,23	3,35	2,94	2,21	2,93
Gjennomsnitt	3,33				
Snitt	3,33				
Book Value Salmar	10 986 902 000				
Beregnet markedsverdi	36 580 355 701				
Ant.aksjer	117 697 638				
<b>Beregnet kursmål</b>	<b>311</b>				

Tabell 33: P/B analyse

### 8.3 EV/Kg

EV/Kg er en multiplum mye brukt i oppdrettsbransjen som måler selskapets Enterprise Value, som er markedsverdi + rentebærende gjeld, per kilo slaktet i inneværende år.

Sammenlignet med sine konkurrenter ser vi at SalMar har en høy EV/Kg. De har ikke den høyeste, men de ligger over gjennomsnittet. Med en høy EV/Kg har SalMar en høy eksponering mot laksemarkedet. Sammenlignet med Grieg og Mowi er SalMar mye mer eksponert mot lakseprisen. Ved beregning av SalMars kursmål ser vi at en høy EV/Kg fører til et lavere kursmål. Dette tyder videre på at aksjen er overpriset.

EV/Kg	Salmar	Mowi	NRS	Grieg	Bakkafrost
Markedsverdi	57 451 748 037	96 880 762 899	9 194 335 457	9 642 998 570	35 954 212 560
(+) Netto rentebærende gjeld	4 892 615 000	16 390 785 000	1 521 580 000	3 930 882 000	2 465 945 382
<b>EV</b>	<b>62 344 363 037</b>	<b>113 271 547 899</b>	<b>10 715 915 457</b>	<b>13 573 880 570</b>	<b>38 420 157 942</b>
Slaktevolum	161 500 000	439 829 000	30 509 000	86 847 000	85 686 000
EV/Kg	386,0332077	257,5354238	351,2378464	156,296482	448,3831424
Gjennomsnitt	319,8972205				
EV/Kg Snitt	319,90				
Slaktevolum salmar	161 500 000				
Beregnet EV	51 663 401 103				
(-) Rentebærende gjeld	-4 892 615 000				
Ant.aksjer	117 697 638				
<b>Beregnet kursmål</b>	<b>397,38</b>				

Tabell 34: EV/Kg analyse

## 8.4 EV/EBIT

EV/EBIT, eller Enterprise Value (EV) to Earnings Before Interest and Taxes (EBIT) er et forholdstall brukt til å undersøke om en aksje er over eller underpriset i sammenheng med lignende aksjer og markedet som helhet.

Vi ser at SalMars EV/EBIT er lav sammenlignet med både gjennomsnittet og konkurrentenes EV/EBIT. En lav EV/EBIT betyr at aksjeprisen er lavere enn en mer nøyaktig representasjon av selskapets verdi. Vi ser dette dersom vi bruker EV/EBIT til å utarbeide en verdivurdering av SalMar-aksjen. Kursmålet på 973 kr er mye høyere enn det kursmålet vi fikk ved gjennomføring av en fundamental verdsettelse, noe som gir en antydning på at aksjen er underpriset. EV/EBIT bør ses i sammenheng med andre multipler for å gi et mer fyldig bilde på hvordan SalMars aksje faktisk er verdsatt.

EV/EBIT	Salmar	Mowi	NRS	Grieg	Bakkafrost
Markedsverdi	57 451 748 037	96 880 762 899	9 194 335 457	9 642 998 570	35 954 212 560
(+) Netto renteærende gjeld	4 892 615 000	16 578 645 000	1 521 580 000	3 930 882 000	2 465 945 382
<b>EV</b>	<b>62 344 363 037</b>	<b>113 459 407 899</b>	<b>10 715 915 457</b>	<b>13 573 880 570</b>	<b>38 420 157 942</b>
Operasjonell EBIT	3 007 500 000	3 535 719 000	246 252 000	233 057 000	873 907 190
EV/EBIT	20,73	32,09	43,52	58,24	43,96
Gjennomsnitt	39,71				
<b>EV/EBIT Snitt</b>	<b>39,71</b>				
<b>Operasjonell EBIT Salmar</b>	<b>3 007 500 000</b>				
<b>Beregnet EV</b>	<b>119 422 760 794</b>				
<b>(-) Rentebærende gjeld</b>	<b>-4 892 615 000</b>				
<b>Ant.aksjer</b>	<b>117 697 638</b>				
<b>Beregnet kursmål</b>	<b>973,09</b>				

Tabell 35: EV/EBIT analyse

## 8.5 Oppsummering

Dersom vi setter kursmålene vi har beregnet på bakgrunn av de ulike multiplene opp mot hverandre ser vi en meget stor spredning mellom dem. Enten ligger de godt under den faktiske aksjekursen på 488 kr, eller enda lenger over. Vi ender da opp med motstridende signaler om SalMar er over- eller underpriset. Derimot er det slik vi har nevnt tidligere at multipler sjeldent bør ses alene. Dersom vi ser på gjennomsnittet av kursmålene får vi et kursmål på 666,03 kr per aksje, som gir en oppside på 36,43% sammenlignet med aksjekursen 31.12.2020. Dette kan virke høyt, men sammenlignet med kursen på skrivetidspunktet på 655,20 kr per aksje, gir dette en oppside på 1,65%.

Multippel	Beregnete kursmål
P/E	982,84
P/B	310,80
EV/Kg	397,38
EV/EBIT	973,09
<b>Snitt</b>	<b>666,03</b>

Tabell 36: Sammensetning multippelanalyse

## 9 Sensitivitetsanalyse og diskusjon

Som vi har nevnt tidligere er det flere usikkerhetsmomenter knyttet til vår verdsettelse. Det er tatt flere antakelser underveis om blant annet fremtidig vekst, gjeldskostnader og estimering av kostnader. Vi velger dermed å gjennomføre en sensitivitetsanalyse for å få et innblikk i hvordan endringer i våre antakelser påvirker det endelige kursmålet.

Vi vil her se nærmere på seks ulike verdier som det er knyttet spesielt stor usikkerhet til, eller som har stor innvirkning på det endelige kursmålet. Vi har vi valgt å se på disse i par for å både få mer informasjon ut av samme analyse, og se hvordan ulike komponenter av en verdi påvirker det endelige kursmålet.

### 9.1 Sensitivitetsanalyse av avkastningskrav og vekst

Vi har valgt å se på avkastningskrav og vekst parallelt da de begge inngår som komponenter i Gordons formel ved utregning av terminalleddet. Ettersom terminalleddet utgjør en såpass stor del av den endelige verdien er vi interessert i å se hvor sensitive kursmålet er for endring i disse.

Vi velger å se på påvirkningen WACC og  $g$  har på kursmålet fordi disse er avgjørende for å estimere nåverdien til selskapet. Verdien av de diskonterte kontantstrømmene og terminalleddet avhenger av hvilke antakelser vi tar her, i tillegg til at grunnlaget for vår beregning av disse kan være en kilde til feil. Blant annet legger vi undersøkelsen fra PwC og Norske Finansanalytikerens Forening til grunn som markedets risikopremie, men det er stor sannsynlighet for at den virkelige risikopremien ikke sammenfaller helt med denne. Spesielt

vekstfaktoren  $g$  er vanskelig å estimere med tanke på tiden vi er inne i nå, med en stor nedgang i økonomisk aktivitet som følge av Covid-19 pandemien, etterfulgt av sterk vekst når samfundet åpnet opp igjen. På toppen av dette kommer krigen i Ukraina og frykt for vedvarende høy inflasjon som vil prege økonomisk vekst i årene som kommer. Dette har ingen direkte påvirkning på vårt kursmål generelt da vi som sagt beregner en verdi for 31.12.2020, men det har innvirkning for å se om våre prognoser slår til ved å se om aksjekursen i ettertid har beveget seg mot vårt kursmål eller ikke.

I vår sensitivitetsanalyse har vi valg å se på verdier over og under verdiene vi har brukt i vår beregning, med vårt kursmål markert i blått. Vi kan her se at selskapsverdien er mer sensitiv til endringer i vekst enn til endringer i avkastningskravet. Vekst er også kanskje den av de to verdiene det er vanskeligst å estimere, slik at det fort kan hende at vårt kursmål blir over- eller undervurdert.

Ettersom SalMars aksjekurs 30.12.2020 var på 488kr per aksje kan vi se at dersom resten av våre beregninger er like, antok markedet et omtrent likt avkastningskrav som oss og litt lavere vekst, eller lik vekst, men et avkastningskrav litt over 6%. Da dette ikke er alt for langt unna våre egne antakelser, er dette med på å styrke vår tiltro til de valgene vi har tatt.

Kursmål	Avkastningskrav (WACC)						
Vekst (g)	4,50 %	5 %	5,10 %	6 %	6,00 %	7 %	
-1,00 %	375	344	338	317	294	257	
0,00 %	455	410	401	372	341	292	
1,00 %	580	508	496	452	407	339	
2,00 %	806	673	651	578	506	405	
3,00 %	1 332	1 002	953	803	670	504	
4,00 %	3 965	1 989	1 804	1 330	999	668	

Figure 18: Sensitivitetsanalyse WACC og  $g$

## 9.2 Sensitivitetsanalyse av $R_f$ og Beta

Vi velger også å se på endringer i  $R_f$  og Beta parallelt, dette for å avdekke hvordan de ulike komponentene av avkastningskravet virker inn på kursmålet.

Risikofri rente kan være interessant å se på da det nå råder stor usikkerhet rundt hvor renten kommer til å ende opp. Etter å ha opplevd en sterk reduksjon som følge av at styringsrenten

ble satt ned i forbindelse med Covid-19, er den risikofrie renten nå oppe på gamle nivåer, med utsikt for ytterligere økning.

Beta kan ha usikkerhet knyttet til beregning eller i forhold til andre selskaper i samme bransje. I tillegg er beta ofte beregnet på bakgrunn av månedlig avkastning de siste fem årene, slik at utvikling utenom dette ikke blir reflektert. Beta skal også reflektere selskapets markedsbaserte risiko, slik at vi nå også kan se hvordan lavere eller høyere antatt markedsbasert risiko påvirker kursmålet.

	Beta								
Rf	0,5	0,6	0,7	0,76	0,8	0,9	1	1,1	1,2
0,50 %	1111	978	873	820	789	719	661	612	569
1 %	978	873	789	745	719	661	612	569	532
1,36 %	900	811	737	651	676	625	580	542	508
1,50 %	873	789	719	683	661	612	569	532	499
2 %	789	719	661	630	612	569	532	499	471
2,50 %	719	661	612	585	569	532	499	471	445

Figure 19: Sensitivitetsanalyse Beta og Rf

Vi kan se at kursmålet her er mer sensitivt for endringer i beta enn endringer i den risikofrie renten. Dette skaper igjen stor usikkerhet da denne er vanskeligst å estimere. Ved valg av den risikofrie renten må man ta hensyn til hvilket mål man bruker som utgangspunkt, men uavhengig av om man velger 10-årige statsobligasjoner slik vi har gjort, eller andre mål, vil den risikofrie renten variere. Ved estimering av beta derimot er det som sagt usikkerhet med tanke på datagrunnlaget og selskapets finansielle risiko, som fort kan endre seg ved uforutsette hendelser.

Om vi igjen sammenligner sensitivitetsanalysen med aksjekursen 30.12.2020 på 488 kr ser vi at vi må opp i både en meget høy beta og en meget høy risikofri rente for å komme til den konklusjonen med våre beregninger. Dette styrker vår tiltro til valget å oppjustere den risikofrie renten fra hva den var midt under Covid-19 til hva den var både før og etter. Om vi ikke hadde justert denne, men benyttet oss av samme betaverdi, hadde vi havnet rundt en aksjepris på 750 kr per aksje, et nivå SalMar først oppnådde 2 år senere.

Totalt sett kan vi se at aksjekursen er meget sensitiv for endringer i de underliggende parametrene, noe som mest sannsynlig skyldes at vi prøver å se såpass langt frem i tid, i tillegg til at avkastningskravet har stor innvirkning når vi benytter oss av DCF-metoden.



### 9.3 Sensitivitetsanalyse av prognostiserte kontantstrømmer

Selv om det er viktig å se på hvordan forhold som inngår i diskonteringen påvirker det endelige kursmålet er det også viktig å se på hvordan antakelser knyttet til kontantstrømmene virker inn på resultatet også. Vi vil mer spesifikt se nærmere på hvordan endringer i våre estimater på lakseprisen og slaktevolumet påvirker verdien av selskapet. Vi velger å se nærmere på disse da mange av kostnadene er kalkulert på bakgrunn av estimerte driftsinntekter. Vi ser her på endringer i gjennomsnittlig vekst i slaktevolum, der vi benytter 4% i våre opprinnelige beregninger, men også prosentvis endring i laksepris fra de oppgitte Forward-prisene fra laksebørsen, slik at prisene vi har benyttet i våre beregninger her står i 0%.

	Slaktevolum vekst (Tonn)						
Endring laksepris (NOK)	-1 %	0 %	1 %	2 %	3 %	4 %	5 %
-5 %	275	320	366	414	463	514	566
-4 %	300	345	392	440	490	541	594
-3 %	324	370	418	467	517	569	621
-2 %	349	396	444	493	544	596	649
-1 %	374	421	469	519	570	623	677
0 %	399	446	495	545	597	651	705
1 %	424	472	521	572	624	678	733
2 %	448	497	547	598	651	705	761
3 %	473	522	573	624	678	733	789
4 %	498	547	598	651	704	760	817
5 %	523	573	624	677	731	787	844

Figure 20: Sensitivitetsanalyse slaktevolum og laksepris

Her kan vi se at endringer i veksten i slaktevolum har en hakket større innvirkning enn endringer i lakseprisen. For å her komme ned til en aksjepris på 488 kr, må lakseprisen reduseres fra våre antakelser, noe som kan tyde på at markedet har et mer konservativt syn på prisutviklingen enn oss. Det samme gjelder veksten i slaktevolum. Angående slaktevolum har vi antatt en jevnt vekst, mens realiteten ofte er store svingninger på grunn av ulike biologiske og klimatiske hendelser. Her må vi se vår kunnskap som begrenset og at markedet har tatt bedre høyde for dette enn oss.

Sensitivitetsanalysen her viser derimot ikke det fulle bildet, da det er stor usikkerhet rundt det å estimere kostnader og bakgrunn av driftsinntekter. Mange av våre estimater har en korrelasjon på over 0,9 med driftsinntektene, men dette gir fortsatt rom for feil, og ikke alle estimatene har like god korrelasjon. Det er derimot fremdeles interessant å se at endringer i driftsinntektene har mindre påvirkning på det endelige kursmålet enn endringer i avkastningskravet og vekstfaktoren.

## 10 Konklusjon

Vi har i denne oppgaven tatt for oss en verdsettelse av SalMar ASA. Formålet med denne verdsettelsen er å se hvorvidt selskapets aksjekurs den 31.12.2020 er overpriset, underpriset eller priset likt som våre analyser antyder, og dermed komme med en anbefaling om hvorvidt man burde kjøpe, selge eller holde aksjen.

Med utgangspunkt i en strategisk analyse av SalMar og oppdrettsbransjen har vi identifisert SalMar sine strategiske fortrinn og satsingsområder for så anvende dette videre i våre antakelser om fremtidig vekst. Dette bruker vi for å estimere fremtidige frie kontantstrømmer, for så å gjennomføre en fundamental verdsettelse ved bruk av DCF-analyse for å komme frem til dagens kursmål. For å få et annet perspektiv på dette har vi i tillegg gjennomført en markedsbasert verdsettelse ved bruk av multipler.

Vår fundamentale verdsettelse ga oss en markedsverdi på 76 milliarder kroner, eller et kursmål på 651 kr per aksje. Den 31.12.2020 ga dette en oppside på 33,3%, men aksjen har i ettertid oversteget dette kursmålet i 2022.

Vår markedsbaserte verdsettelse ga oss et kursmål på 666 kr per aksje. Dette ga oss en oppside på 36,44% fra kursen 31.12.2020, og dermed en sterk kjøpsanbefaling. Selv om dette kan virke høyt er det nå en nedside på 1,65% fra aksjekursen på 655,10 kr den 18.03.2022 (DN Investor, 2022).

Ettersom den fundamentale verdsettelsen bygger på et større datagrunnlag og er faglig fundamentert, anser vi den som mer tungtveiende av de to analysene. Samtidig er den markedsbaserte verdsettelsen fri for antakelser fra vår side, og er en direkte sammenlikning med bransjen, slik at den har en viss vekt den også. Vi velger dermed å vekte den fundamentale verdsettelsen 75% og den markedsbaserte verdsettelsen 25%.

Vårt vektete kursmål blir dermed på 655 kr per aksje. Vi ser da en oppside på 34,2% og anbefaler kjøp av aksjen.

## 11 Kritikk

I vår verdsettelse av SalMar ASA har vår hovedkilde til data vært selskapets årsrapporter og disse har blitt anvendt ved bruk av teoretiske forankrede analyser. Selv om teorien kan holde mål, har vi i prosessen foretatt faglig skjønn i flere tilfeller. Som studenter under utdanning må vi dermed anerkjenne hvordan usikkerhet ved verden kan føre til feil i vår konklusjon, og vår begrensede evne til å ta høyde for dette.

Særlig angående estimering av avkastningskrav kan våre valg spille inn. Vi har basert vår risikofrie rente på bakgrunn av en rapport fra PwC og Norske Finansanalytikeres Forening der 39% av respondenter rapporterte at 10-årige statsobligasjoner burde benyttes som risikofri rente. Uten videre kunnskap om dette stemmer eller ikke benytter vi konsensus i bransjen, selv om det muligens eksisterer gode argumenter for å velge andre mål for risikofri rente.

I forbindelse med datagrunnlaget må vi også kunne rette kritikk mot vår bruk av selskapets årsrapporter. SalMar slipper sine årsrapporter på våren det etterfølgende året, slik at årsrapporten for 2020 kommer på våren 2021. I 2022 vil årsrapporten for 2021 bli lansert 22. april. Da vår bacheloroppgave skal leveres innen 28. april, har vi her ikke mulighet til å benytte oss av de nyeste regnskapstallene og den mest oppdaterte informasjonen. Samtidig så skriver vi oppgaven i 2022, etter å selv ha sett effekten covid-19 og krigen i Ukraina har hatt på verdensmarkedet, uten å kunne se den direkte effekten dette har hatt på SalMar ASA. Vi kan dermed ikke se bort fra at våre vurderinger er farget av informasjon som vi ikke egentlig ville hatt tilgang til med tanke på tidspunktet for årsrapportene.

Videre har vi valgt å utdype verdsettelsen videre ved å inkludere flere metoder, for så å inkludere de i det vektete kursmålet. En mulighet her er verdsettelse ved Dividende-metoden som beregner selskapets verdi på bakgrunn av forventninger om fremtidig utbytte. Å inkludere flere metoder fører ikke nødvendigvis til en mer sikker verdsettelse, men det kan inkludere andre faktorer som kan bygge opp under svakheter til de andre metodene.

Til slutt er det også viktig å stille spørsmål ved usikkerheten som følger med vår estimeringsperiode. Det er ikke ideelt å benytte historiske data fra fem år til å se fremover fem år, hovedsakelig på grunn av at historisk utvikling ikke kan si noe om fremtidig vekst,

men også fordi det er et tynt grunnlag å estimere fremover på. Det hadde vært fordelaktig å benyttet mer data, men vi antok at fem år var tilfredsstillende nok. Angående å estimere fremover er det kanskje enda mer usikkerhet knyttet til dette. Makroforhold kan endre seg over natten, slik at estimatene fort kan bli unøyaktige og dermed upresise jo lenger frem i tid man kommer, slik at vi også her har satt en grense på fem år. Samtidig vil dette føre til at store deler av verdsettelsen kommer av terminalleddet, slik at betydningen av dette blir forholdsvis stor. Det gjør også at vekstraten vi legger til grunn også har forholdsvis stor innvirkning, en variabel det igjen er knyttet stor usikkerhet til.

## Kilder

Barentswatch, (2022a). Utslipp fra oppdrettsanlegg. *Bærekraftsindikatorer i norsk havbruk* (Nofima prosjekt). Fiskeri- og havbruksnæringens forskningsfinansiering (FHF). Tilgjengelig fra: <https://www.barentswatch.no/havbruk/miljoovervakning> [Hentet: 15.04.2022]

Barentswatch, (2022b). Klimaavtrykket til norks laks. *Bærekraftsindikatorer i norsk havbruk* (Nofima prosjekt). Fiskeri- og havbruksnæringens forskningsfinansiering (FHF). Tilgjengelig fra: <https://www.barentswatch.no/havbruk/klimagassutslipp> [Hentet: 15.04.2022]

Boye et. al., (2018). *Finansielle Emner* (15. utg.). Cappelen Damm Akademisk  
Dawson, F., (2021). Demand for farmed salmon soars around the world. *Sea West News*. Tilgjengelig fra: <https://seawestnews.com/demand-for-farmed-salmon-soars-around-the-world/> [Hentet: 04.03.2022]

DN Investor, (2022). *Salmar*. Tilgjengelig fra: <https://investor.dn.no/#!/Aksje/S84/SALM/SALMAR> [Hentet: 06.04.2022]

E24, (2015). Norsk lakseeksport til Kina: Gikk fra 90% av markedet til 15 laks i juni. *E24*. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/norsk-oekonomi/i/0nBbAJ/norsk-lakseeksport-til-kina-gikk-fra-90-av-markedet-til-15-laks-i-juni> [Hentet: 23.02.2022]

E24., (2021). Alger har drept 4.200 tonn laks i Chile. *E24*. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/naeringsliv/i/kRV7rL/alger-har-drept-4200-tonn-laks-i-chile> [Hentet: 24.03.2022]

Fishpool, (2022). *Forward Prices*. Tilgjengelig fra: <https://fishpool.eu/forward-prices/> [Hentet: 29.03.2022]

Fiskeridirektoratet (2020). *Lønnsomhetsundersøkelse for laks og regnbueørret: matfiskproduksjon*. Tilgjengelig fra: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tall-og->

[analyse/Loenksomhetsundersøkelse-for-laks-og-regnbueørret/Matfiskproduksjon-laks-og-regnbueørret](#) [Hentet: 17.03.2022]

Fiskeridirektoratet (2022). *Akvakulturstatistikk: matfiskproduksjon av laks, regnbueørret og ørret*. Tilgjengelig fra: [https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tall-og-analyse/Akvakulturstatistikk-tidsserier/Laks-regnbueørret-og-ørret/Matfiskproduksjon/\\_attachment/download/47d5b9f9-6a7e-4594-a394-8ab9eadf59d3:830f17ca55d6527ec7b20b40750c1be0d7f51d34/sta-laks-mat-06-salg.xlsx](https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tall-og-analyse/Akvakulturstatistikk-tidsserier/Laks-regnbueørret-og-ørret/Matfiskproduksjon/_attachment/download/47d5b9f9-6a7e-4594-a394-8ab9eadf59d3:830f17ca55d6527ec7b20b40750c1be0d7f51d34/sta-laks-mat-06-salg.xlsx) [Hentet: 28.01.22]

Førde, T., (2021). Her kommer et av Norges største landbaserte oppdrettsanlegg. *Teknisk ukeblad*. Tilgjengelig fra: <https://www.tu.no/artikler/her-kommer-et-av-norges-storste-landbaserte-oppdrettsanlegg/512536> [Hentet: 16.03.2022]

Giæver, H., Christensen, J., (2020). Regjeringen dropper omstridt skatt – foreslår avgift på 500 millioner i stedet. *Dagens Næringsliv*. Tilgjengelig fra: <https://www.dn.no/politikk/oppdrett/skatt/grunnrenteskatt/regjeringen-dropper-omstridt-skatt-foreslar-avgift-pa-500-millioner-i-stedet/2-1-806910> [Hentet: 23.02.2022]

Grefsrud et. al. (2019). *Risikoreport norsk fiskeoppdrett 2019 - Miljøeffekter av lakseoppdrett*. (ISSN: 1894-5031, Nr. 14272-01). Havforskningsinstituttet. Tilgjengelig fra: <https://www.hi.no/templates/reporteditor/report-pdf?id=28012&97461863> [Hentet: 16.03.2022]

Grieg Seafood (2020). *Grieg Annual Report 2020*. Tilgjengelig fra: [https://issuu.com/grieggroup/docs/annual\\_report\\_grieg\\_group\\_2020?fr=sNzgxMjM0ODk2Mzk](https://issuu.com/grieggroup/docs/annual_report_grieg_group_2020?fr=sNzgxMjM0ODk2Mzk) [Hentet: 25.03.2022]

Grieg Seafood, (2022). *Our farms*. Tilgjengelig fra: <https://griegseafood.com/our-farms> [Hentet: 12.04.2022]

Helsedirektoratet. (2021). *Utviklingen i norsk kosthold (IS-3020)*. Helsedirektoratet. <https://www.helsedirektoratet.no/rapporter/utviklingen-i-norsk->

[kosthold/Utviklingen%20i%20norsk%20kosthold%202021%20-%20Kortversjon.pdf/\\_attachment/inline/77ce5bda-c863-406d-a4e7-20b297ea0397:1519f76c444bc6d600bcf7c7fdb71097ba933ee3/Utviklingen%20i%20norsk%20kosthold%202021%20-%20Kortversjon.pdf](#) [Hentet: 12.03.2022]

Hovland, K. M., (2019). Splittet utvalg om ekstraskatt på laks: – Oppsiktsvekkende at LO står på den linjen. *E24*. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/boers-og-finans/i/2Ggbqx/splittet-utvalg-om-ekstraskatt-paa-laks-oppsiktsvekkende-at-lo-staar-paa-den-linjen> [Hentet: 12.02.2022]

Jensen, B., (2020). Ber oppdretterne være på vakt: Ekspert frykter nytt skrekksenario med ILA. *IntraFish*. Tilgjengelig fra: <https://www.intrafish.no/nyheter/ber-oppdretterne-vare-pa-vakt-ekspert-frykter-nytt-skrekksenario-med-ila/2-1-857443> [Hentet: 17.04.2022]

Kristoffersen, T., (2019). *Årsregnskapet - en grunnleggende innføring* (6. utg.). Fagbokforlaget

Lerøy Seafood, (2020). *Årsrapport 2020*. Tilgjengelig fra: <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02--documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport-2020.pdf> [Hentet: 12.04.2022]

Lerøy Seafood, (2022). *Verdikjeden*. Tilgjengelig fra: <https://www.leroyseafood.com/no/om-leroy/verdikjeden/> [Hentet: 03.04.2022]

Misund, B., (18.02.2021). Fiskeoppdrett, i *Store Norske Leksikon*. Tilgjengelig fra: <https://snl.no/fiskeoppdrett> [Hentet 28.01.2022]

Mowi (2020). *Integrated Annual Report 2020*. Tilgjengelig fra: [https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2021/03/Mowi\\_Integrated\\_Annual\\_Report\\_2020.pdf](https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2021/03/Mowi_Integrated_Annual_Report_2020.pdf) [Hentet 25.01.2022]

- Nervik, S., (2019). Rekordsvak krone gir oppdrettsnæringen milliardgevinst. *Nettavisen*. Tilgjengelig fra: <https://www.nettavisen.no/okonomi/rekordsvak-krone-gir-oppdrettsnaringen-milliardgevinst/s/12-95-3423877935> [Hentet: 12.03.2022]
- Nilsen, A. A., (2019). Sjømatrådet: Norsk laksenæring har tapt 20 milliarder på utestengelsen fra Russland. *E24*. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/naeringsliv/i/9vrzM9/sjoematraadet-norsk-laksenaering-har-tapt-20-milliarder-paa-utestengelsen-fra-russland> [Hentet: 04.03.2022]
- Norges Bank, (2021). *Norges Banks pengepolitiske strategi*. Tilgjengelig fra: <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/pengepolitisk-strategi/> [Hentet: 18.03.2022]
- Norges Bank, (2022). *Statsobligasjoner daglige noteringer*. Tilgjengelig fra: <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/> [Hentet: 18.03.2022]
- Norway Royal Salmon (2022). *Årsrapport 2020*. Tilgjengelig fra: <https://norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS%20Årsrapport%202020.pdf> [Hentet: 25.03.2022]
- NOU 2019: 18. (2019). *Skattlegging av havbruksvirksomhet*. Finansdepartementet. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2019-18/id2676239/> [Hentet: 12.02.2022]
- Plantish, (2022). *About*. Tilgjengelig fra: <https://plantish.com/about/> [Hentet: 27.02.2022]
- PWC, (2021). *Risikopremien i det norske markedet 2021*. Tilgjengelig fra: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html> [Hentet: 18.03.2022]
- SalMar, (2016). *Årsrapport 2016*. Tilgjengelig fra: <https://hugin.info/138695/R/2099114/799620.pdf> [Hentet: 15.03.2022]



SalMar, (2017). *Årsrapport 2017*. Tilgjengelig fra:  
<https://hugin.info/138695/R/2188426/846510.pdf> [Hentet: 15.03.2022]

SalMar, (2018). *Årsrapport 2018*. Tilgjengelig fra:  
<https://hugin.info/138695/R/2242686/885273.pdf> [Hentet: 15.03.2022]

SalMar, (2019). *Årsrapport 2019*. Tilgjengelig fra: <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/413c9d3e-52de-4086-9c1c-87a6d3b97c17>  
[Hentet 15.03.2022]

SalMar, (2020). *Årsrapport 2020*. Tilgjengelig fra: <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/71580791-96ae-45cf-b37b-a83a9c2129a3>  
[Hentet: 15.03.2022]

SalMar, (2022a). *Salmar i dag*. Tilgjengelig fra: <https://www.salmar.no/salmar-i-dag/>  
[Hentet: 20.01.2022]

SalMar, (2022b). *Salmar - kulturen, vårt felles verdigrunnlag*. Tilgjengelig fra:  
<https://www.salmar.no/salmar-kulturen-vart-felles-verdigrunnlag/> [Hentet: 20.01.2022]

SalMar, (2022c). *InnovaMar - fra drøm til virkelighet*. Tilgjengelig fra:  
<https://www.salmar.no/innovamar-fra-drom-til-virkelighet/> [Hentet: 12.02.2022]

SalMar, (2022d). *Historie*. Tilgjengelig fra: <https://www.salmar.no/historie/> [Hentet:  
20.01.2022]

SalMar, (2022e). *Havbasert fiskeoppdrett*. Tilgjengelig fra:  
<https://www.salmar.no/havbasert-fiskeoppdrett-en-ny-ager/> [Hentet: 12.02.2022]

Saue, O. A., (2020). Denne parasitten koster det norske oppdrettsselskapet 2,7 millioner kroner hver dag. *E24*. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/hav-og-sjoemat/i/2d1Krr/denne-parasitten-koster-det-norske-oppdrettsselskapet-27-millioner-kroner-hver-dag> [Hentet: 24.03.2022]

Sintef, (2018). *Nasjonal betydning av sjømatnæringen* (2018:00627). Fiskeri- og havbruksnæringens forskningsfond.

[https://www.sildelaget.no/media/172662467/nasjonal-verdiskapning\\_2018\\_endelig\\_100818.pdf](https://www.sildelaget.no/media/172662467/nasjonal-verdiskapning_2018_endelig_100818.pdf) [Hentet: 20.03.2022]

Statistisk Sentralbyrå, (2020a). *Regnskap for ikke-finansielle aksjeselskaper*. Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/statbank/table/07371/> [Hentet: 05.04.2022]

Statistisk Sentralbyrå, (2020b). *03024: Eksport av oppalen laks, etter varegruppe, statistikkvariabel og uke*. Tilgjengelig fra:

<https://www.ssb.no/statbank/table/03024/chartViewLine/> [Hentet: 15.02.2022]

Statistisk Sentralbyrå, (2021a). *Akvakultur*. Tilgjengelig fra:

<https://www.ssb.no/fiskeoppdrett?fbclid=IwAR2ddtYN-vdA6ctVa0oIn5-CPf-ECmiHRIQucwB4ctCgpg1cyVUo4vfiE18> [Hentet: 05.04.2022]

Statistisk Sentralbyrå, (2021b). *Stor auke i eksportprisen for fersk laks*. Tilgjengelig fra:

<https://www.ssb.no/utenriksokonomi/utenrikshandel/statistikk/eksport-av-laks/artikler/stor-auke-i-eksportprisen-for-fersk-laks-20211201> [Hentet: 26.04.2022]

Target Internet, (2022). *Michael Porter's 5 Forces Explained: A Marketer's Guide*.

Tilgjengelig fra: <https://www.targetinternet.com/michael-porters-5-forces-explained-a-marketers-guide/> [Hentet: 18.02.2022]

Venger, T. K., (2019). *Bekjemper lakselus med laser*. *Norwegian Society of Electric and Automatic Control*. Tilgjengelig fra: <https://nfea.no/bekjemper-lakselus-med-laser/> [Hentet: 12.03.2022]

YahooFinance. (2022a). *MOWI ASA*. Tilgjengelig fra:

<https://finance.yahoo.com/quote/MOWI.OL/key-statistics?p=MOWI.OL> [Hentet: 18.02.2022]

YahooFinance. (2022b). SalMar ASA. Tilgjengelig fra:  
<https://finance.yahoo.com/quote/SALM.OL/key-statistics?p=SALM.OL> [Hentet:  
18.02.2022]

YahooFinance. (2022c). Grieg Seafood ASA. Tilgjengelig fra:  
<https://finance.yahoo.com/quote/GSF.OL/key-statistics?p=GSF.OL> [Hentet: 18.02.2022]

YahooFinance. (2022d). Norway Royal Salmon AS. Tilgjengelig fra:  
<https://finance.yahoo.com/quote/NRS.OL/key-statistics?p=NRS.OL> [Hentet: 18.02.2022]

Ytreberg, R., (2018). Havforsker: En halv kilo dritt og slam per kilo laks. *Dagens Næringsliv*. Tilgjengelig fra:  
<https://www.dn.no/havbruk/laks/lakseoppdrett/havforskningsinstituttet/havforsker-en-halv-kilo-dritt-og-slam-per-kilo-laks/2-1-498915> [Hentet: 16.03.2022]

