

Dennis André Aune  
Markus Grindberg  
Carl Philip Leseth

## Verdivurdering av SalMar ASA Valuation of SalMar ASA

Semesteroppgave i finansiell styring våren 2023  
(AF3015)

Bacheloroppgave i Bachelor i økonomi og administrasjon  
Veileder: Hans Marius Eikseth  
April 2023



**NTNU**

Kunnskap for en bedre verden



Dennis André Aune  
Markus Grindberg  
Carl Philip Leseth

# **Verdivurdering av SalMar ASA**

## **Valuation of SalMar ASA**

Semesteroppgave i finansiell styring våren 2023  
(AF3015)

Bacheloroppgave i Bachelor i økonomi og administrasjon  
Veileder: Hans Marius Eikseth  
April 2023

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet  
Fakultet for økonomi  
NTNU Handelshøyskolen



Kunnskap for en bedre verden



## Forord

Denne oppgaven ble skrevet i siste semester på bachelor i Økonomi og Administrasjon ved NTNU Handelshøyskolen. Oppgaven vi har valgt er å gjøre en verdivurdering av oppdrettsselskapet SalMar ASA. Vi har benyttet oss av teorier og beregninger som baserer seg på kompetanse og erfaringer vi har utviklet gjennom våre tre år på NTNU Handelshøyskolen.

Gjennom vårt arbeid med denne semesteroppgaven har vi blitt utfordret til å anvende fagstoff fra samtlige emner vi har vært gjennom. Dette ga oss et nærmere innblikk i hvordan teoriene anvendes i praksis, og bidro til å gjøre oppgaven betraktelig mer interessant. Vi har i tillegg tilegnet oss en bredere kunnskap om oppdrettsbransjen, som har vist seg å være en svært interessant bransje.

Avslutningsvis vil vi rette en takk til vår veileder, Hans Marius Eikseth, som har gitt oss gode råd og tilbakemeldinger i løpet av denne prosessen.

*Innholdet i denne oppgaven står for forfatterens regning.*

## Sammendrag

Formålet med vår oppgave er å utføre en verdsettelse av selskapet SalMar ASA. Vi har valgt følgende problemstilling:

*Hvor mye er SalMar ASA verdt per 31.12.2021?*

Vi har gjennom vårt arbeid på denne bacheloroppgaven forsøkt å komme frem til et kursmål for SalMar ASA per 31.12.2021. Dette har vi gjennomført ved å benytte diverse analyseverktøy til å skaffe oss et bilde av driften og bransjen. Vi har, som en kan se i problemstillingen, valgt å benytte oss av 31.12.2021 som verdsettelsestidspunkt for denne oppgaven. Siden vi har valgt å se på oppgaven pr. 31.12.2021 så har vi sett bort fra grunnrenteskatten som ble introdusert i 2022.

Vi har innledningsvis tatt for oss bransjen og SalMar, hvor vi har sett på hva de gjør og hvordan det har gått. Videre har vi gjennomført en strategisk analyse. I denne delen starter vi med en internanalyse i form av en VRIO-analyse. Deretter gjennomfører vi to eksterne analyser ved en PESTEL-analyse og Porters bransjeanalyse. Disse tar for seg SalMar som selskap og bransjen. For å oppsummere denne delen gjennomfører vi en SWOT-analyse. Av disse analysene kommer vi frem til at SalMar har gode fordeler i bransjen, et stort fokus på innovasjon, men at deres ressurser er homogene og lett imiterbare.

Videre gjennomførte vi en regnskapsanalyse som bygger på regnskapene til SalMar for de siste fem årene og dens nøkkeltall. Analysen her viser at SalMar generelt stiller seg bedre enn sine konkurrenter og har en positiv utvikling på sin drift, med unntak av koronaåret 2020. Vi ser at SalMar har greid å hente seg godt inn igjen etter dette og har en positiv trend.

Deretter utførte vi en fundamental verdsettelse av SalMar hvor vi kom frem til prognoser for de neste fire årene. Deretter utførte vi to ulike verdsettelsesmetoder for å komme frem til en aksjekurs for SalMar. Den første metoden var en DCF-metode og den andre var en markedsbasert verdsettelse. Disse to metodene ga oss to svært ulike aksjekurser, men ved å finne et snitt av disse kom vi frem til en endelig aksjekurs på 622,07 kroner per aksje. Vi valgte å vekte de to metodene ulikt, henholdsvis 70% og 30%. Av det endelige kursmålet på 622,07 NOK sammenlignet med kursen 31.12.2021 på 609,60 NOK kommer vi med en anbefaling om å holde og konkluderer med at SalMar sin aksjekurs var rimelig priset per 31.12.2021.

## Abstract

The purpose of our thesis is to conduct a valuation of the company SalMar ASA. We have chosen the following issue:

*How much is SalMar ASA worth as of 31.12.2021?*

Through our work on this bachelor's thesis, we have tried to arrive at a price target for SalMar ASA as of 31.12.2021. We have done this by using various analysis tools to understand the operation and the industry. As you can see our issue, we have chosen to use 31.12.2021 as the valuation date for this work. Since we have chosen 31.12.2021 as our point of view we have not taken the ground rent tax in account for our thesis.

In the start of our thesis, we considered the industry and SalMar, where we have looked at what they do and how it has been. Furthermore, we have done a strategic analysis. In this section, we start with an internal analysis in the form of a VRIO analysis. We have then done two external analyses: a PESTEL-analysis and Porter's five forces. These deal with SalMar as a company and the industry. To summarize this section, we did a SWOT analysis. From these analyses, we conclude that SalMar has good advantages in the industry, a significant focus on innovation and that their resources are homogeneous and easily imitable.

Furthermore, we conducted an accounting analysis based on SalMar's results for the past five years and its key figures. The research shows that SalMar is generally better than its competitors and has had a positive development in its operations, apart from the corona year 2020. We see that SalMar has recovered well after this and has a positive trend.

We then conducted a fundamental valuation of SalMar, where we produced forecasts for the next four years. We used two valuation methods to arrive at a share price for SalMar. The first method was a DCF method, and the second was a market-based valuation. These two methods gave us two quite different share prices, but by finding an average of these, we arrived at a final share price of NOK 622,07 per share. We weighed the two methods differently, 70% and 30%, respectively. From the final price target of NOK 622,07 compared to the price on 31.12.2021 of NOK 609.60, we make a hold recommendation and conclude that SalMar's share price was reasonably priced as of 31.12.2021.

# Innholdsfortegnelse

1.0 Innledning .....	1
1.1 Motivasjon.....	1
1.2 Problemstilling .....	1
1.3 Avgrensing .....	1
1.4 Oppbygging.....	2
2.0 Om SalMar ASA og oppdrettsbransjen .....	3
2.1 SalMar ASA .....	3
2.2 Oppdrettsbransjen.....	4
2.3 Konkurrenter .....	5
2.3.1 MOWI ASA.....	6
2.3.2 Lerøy Seafood Group ASA .....	6
2.3.3 Grieg Seafood ASA .....	6
2.3.4 Austevoll Seafood ASA.....	7
3.0 Strategisk analyse.....	7
3.1 Internanalyse .....	7
3.1.1 InnovaMar .....	8
3.2 Eksternanalyse – PESTEL .....	8
3.2.1 Politiske forhold .....	9
3.2.2 Økonomiske forhold.....	10
3.2.3 Sosiokulturelle forhold .....	11
3.2.4 Teknologiske forhold.....	11
3.2.5 Miljømessige forhold.....	12
3.2.6 Juridiske forhold.....	12



3.3 Eksternanalyse - Porters Bransjeanalyse.....	13
3.3.1 Kundernes forhandlingsstyrke .....	14
3.3.2 Leverandørens forhandlingskraft.....	15
3.3.3 Trussel om substitutter.....	16
3.3.4 Potensielle nye aktører i bransjen.....	16
3.3.5 Rivalisering blant eksisterende bedrifter i bransjen .....	17
3.4 SWOT.....	18
4.0 Regnskapsanalyse .....	19
4.1 Lønnsomhet.....	19
4.1.1 Totalkapitalrentabilitet.....	19
4.1.2 Egenkapitalrentabilitet.....	21
4.1.3 Driftsmargin.....	22
4.2 Finansiering og soliditet .....	23
4.2.1 Finansierungsgrad.....	23
4.2.2 Arbeidskapital.....	24
4.2.3 Gjeldsgrad.....	26
4.2.4 Egenkapitalandel .....	27
4.3 Likviditet .....	28
4.3.1 Likviditetsgrad 1.....	28
4.4 Sammenligning med konkurrenter .....	29
4.4.1 Totalkapitalrentabilitet.....	29
4.4.2 Egenkapitalandel .....	30
4.4.3 Gjeldsgrad.....	31
4.4.4 Likviditetsgrad 1.....	32

4.5 Oppsummering regnskapsanalyse .....	33
5.0 Avkastningskrav .....	34
5.1 Kapitalverdimodellen (CAPM) .....	34
5.2 Risikofri rente .....	34
5.3 Beta .....	35
5.4 Markedets risikopremie .....	36
5.5 WACC .....	36
6.0 Prognose av fremtidige frie kontantstrømmer (CFC) .....	38
6.1 Driftsinntekter .....	38
6.2 Varekostnad .....	41
6.3 Lønnskostnad .....	42
6.4 Andre driftskostnader .....	43
6.5 Avskrivning .....	44
6.6 Arbeidskapital .....	45
6.7 Investeringer .....	46
6.8 Fri kontantstrøm .....	47
6.9 Terminalverdi .....	48
7.0 Verdsettelse .....	49
7.1 Verdsettelse etter DCF-metoden .....	49
7.2 Markedsbasert verdsettelse .....	50
7.2.1 P/E .....	51
7.2.2 P/B .....	52
7.2.3 P/S .....	53
7.2.4 EV/EBIT .....	54

7.2.5 EV/EBITDA .....	55
7.2.6 Oppsummering markedsbasert verdsettelse .....	56
7.3 Oppsummering .....	57
8.0 Sensitivitetsanalyse og diskusjon.....	58
8.1 Sensitivitetsanalyse .....	58
8.2 Diskusjon og kritikk av oppgaven.....	59
9.0 Konklusjon.....	61
10.0 Kildeliste.....	62

## Figurliste

Figur 1 - Eksport av norsk sjømat i perioden 2012-2022 .....	4
Figur 2 - Pris av fersk hel laks i perioden 2014 - 2023.....	10
Figur 3 - Porters bransjeanalyse.....	13
Figur 4 - Totalkapitalrentabilitet i % .....	20
Figur 5 - Egenkapitalens rentabilitet.....	21
Figur 6 - Driftsmargin i % .....	23
Figur 7 - Finansieringsgrad 1 .....	24
Figur 8 - Arbeidskapital .....	25
Figur 9 - Gjeldsgrad .....	26
Figur 10 - Egenkapitalandelen i %.....	27
Figur 11 - Likviditetsgrad 1 .....	28
Figur 12 - Totalkapitalrentabiliet mot konkurrenter .....	29
Figur 13 - Egenkapitalandel mot konkurrenter .....	30
Figur 14 - Gjeldsgrad mot konkurrenter .....	31

Figur 15 - Likviditetsgrad 1 mot konkurrenter .....	32
Tabell 1 - SWOT.....	18
Tabell 2 - Forenklet regnskap for SalMar i perioden 2017-2021 .....	19
Tabell 3 - CAPM oversikt.....	34
Tabell 4 - Beta mot konkurrenter.....	35
Tabell 5 - WACC .....	37
Tabell 6 - Oversikt driftsinntekter.....	38
Tabell 7 - Koeffisient oversikt .....	38
Tabell 8 - Regresjonsstatistikk.....	39
Tabell 9 - Estimerte laksepriser .....	39
Tabell 10 - Estimert slaktevolum.....	39
Tabell 11 - Estimerte driftsinntekter .....	40
Tabell 12 - Andel varekostnad.....	41
Tabell 13 - Estimert varekostnad .....	41
Tabell 14 - Andel lønnskostnad .....	42
Tabell 15 - Fremtidig lønnskostnad .....	42
Tabell 16 - Andel andre driftskostnader .....	43
Tabell 17 - Fremtidige andre driftskostnader.....	43
Tabell 18 - Andel avskrivninger .....	44
Tabell 19 - Fremtidige avskrivninger .....	44
Tabell 20 - Andel arbeidskapital.....	45
Tabell 21 - Fremtidig arbeidskapital.....	45
Tabell 22 - Andel investeringer .....	46

Tabell 23 - Fremtidige investeringer.....	46
Tabell 24 - Fri kontantstrøm .....	47
Tabell 25 - Oversikt nåverdi .....	49
Tabell 26 - Oversikt multipler.....	50
Tabell 27 - P/E .....	51
Tabell 28 - P/B .....	52
Tabell 29 - P/S .....	53
Tabell 30 - EV/EBIT.....	54
Tabell 31 - EV/EBITDA.....	55
Tabell 32 - Oversikt multippel kursmål .....	56
Tabell 33 - Oppsummering kursmål .....	57
Tabell 34 - WACC & g sensitivitetsanalyse .....	58
Tabell 35 - Beta sensitivitetsanalyse.....	59

## 1.0 Innledning

### 1.1 Motivasjon

Vi bestemte oss raskt for at vi ville skrive om verdsettelse i vår avsluttende bachelor-oppgave, da dette er en type oppgave hvor vi får benyttet oss av mye av den kunnskapen vi har opparbeidet oss ved dette studiet. Valget falt dernest på oppdrettsselskapet SalMar ASA. Det var flere årsaker til at vi valgte akkurat dette selskapet. Hovedårsakene var at selskapet er blant de største aktørene innen fiskenæringen vi har her til lands, samt at de opererer i en bransje som er i stadig vekst og utvikling. SalMar er blant de største eksportselskapene vi har i Norge, og de bidrar dermed til å skape mange arbeidsplasser samt støtte lokalsamfunnene med høye inntekter. Det er samtidig en bedrift som er svært viktig i Midt-Norge, hvor vi som skriver denne oppgaven har vokst opp. Gjennom en positiv oppfatning av selskapet fra lokalsamfunnet i en spennende næring falt valget vårt på SalMar ASA. Selskapet er notert på Oslo børs, noe som har hjulpet oss med å innhente god informasjon om selskapet til vår verddiverdsettelse.

### 1.2 Problemstilling

Vi har valgt følgende problemstilling:

*Hvor mye er SalMar ASA verdt per 31.12.2021?*

Ved valg av denne problemstillingen gir den mulighet for å analysere SalMar og komme frem til om en bør kjøpe, holde eller selge aksjer i SalMar ASA.

### 1.3 Avgrensning

Vi har valgt å avgrense analysene ved å benytte oss av regnskapsdata fra 2017-2021. Dette har vi valgt å gjøre da bransjen er i stadig utvikling og vekst, og vi velger dermed å benytte oss av et 5-årsperspektiv. Vi mener at de foregående årene før 2017 ikke beskriver den nåværende bransjen like godt, og vil ikke tilføre så mye god informasjon til dagens situasjon. Ved å benytte oss av

disse regnskapsårene vil vi ikke hensynta grunnrenteskatten i våre beregninger som er bestemt å tas i bruk fra og med 2023.

Vi har ved valg av konkurrenter til SalMar valgt å se på selskaper som er mest like i finansiell struktur, størrelse og operasjonsområde, samt at de er notert på Oslo Børs. Gjennom disse kriteriene har vi valgt å avgrense oss til MOWI ASA, Lerøy Seafood Group ASA, Grieg Seafood ASA og Austevoll Seafood ASA som konkurrenter til SalMar.

Noen steder i oppgaven vår har vi benyttet oss av nyere tall enn hva vårt ståsted tilsier. Dette gjøres hovedsakelig i kapittel 2 og det er da oppdaterte kilder vi velger å bruke.

## 1.4 Oppbygging

Vår oppbygging av oppgaven er delt inn i kapitler og underkapitler. I kapittel 2 tar vi for oss SalMar ASA som et selskap og blir bedre kjent med dem og hva de gjør. Deretter skriver vi litt generelt om bransjen og hvordan det har sett ut i den siste tiden. I kapittel 3 gjennomfører vi en strategisk analyse av SalMar hvor vi analyserer selskapet både internt og eksternt ved hjelp av ulike metoder. Dette oppsummerer vi i form av en SWOT-analyse i slutten av kapittelet. Derneft tar vi for oss en regnskapsanalyse av SalMar i kapittel 4. Her ser vi på hovedpunktene lønnsomhet, finansiering, soliditet og likviditet hvor vi så sammenligner noen nøkkeltall med konkurrentene vi har valgt å bruke i denne oppgaven. I kapittel 5 starter vi på den fundamentale verdsettelsen av SalMar og estimerer avkastningskravet. Dette baserer vi på blant annet kapitalverdimodellen, beta og WACC. Verdsettelsen fortsetter i kapittel 6 hvor vi lager en prognose av fremtidige kontantstrømmer for SalMar. Her benytter vi oss av antakelser av fremtidig inntekt, laksepris og slaktevolum, med bakgrunn i analysene vi har utført.

I kapittel 7 starter vi med å beregne oss frem til en endelig aksjekurs for SalMar som er den siste delen i den fundamentale verdsettelsen. Her gjennomfører vi to ulike metoder for å komme frem til en aksjekurs. Den første er DCF-metoden og den andre er en markedsbasert verdsettelse.

I kapittel 8 tar vi for oss verdsettelsen vi har kommet frem til og diskuterer oppgaven i sin helhet. Her vil vi også ta for oss kritikk til oppgaven vår og belyse eventuelle feilkilder som kan ha

forekommet i vår oppgave. Vi utfører også sensitivitetsanalyser av DCF-metoden og betaen for å se hvor mye aksjekursen endrer seg hvis underliggende faktorer endres.

I kapittel 9 konkluderer vi hele oppgaven vår og drar frem hovedpunktene i vår besvarelse. Her besvarer vi vår problemstilling og hvordan SalMar er sammenlignet med sine nærmeste konkurrenter.

## 2.0 Om SalMar ASA og oppdrettsbransjen

### 2.1 SalMar ASA

Sjømatprodusenten SalMar ASA driver med oppdrett av laks. I dag har de utviklet seg til en av de største i verden innenfor oppdrett siden opprettelsen i 1991. Selskapet er opprinnelig fra Trøndelag der virksomheten startet på Frøya. På starten av 2000 tallet etablerte SalMar seg utenfor regionen Midt-Norge. Ved etablering i Troms gjennom aksjer i Senja Sjøfarm AS. Et år senere ekspanderte de utenfor de norske landegrensene med eiendeler i Storbritannias nest største lakseprodusent (SalMar ASA, 2022).

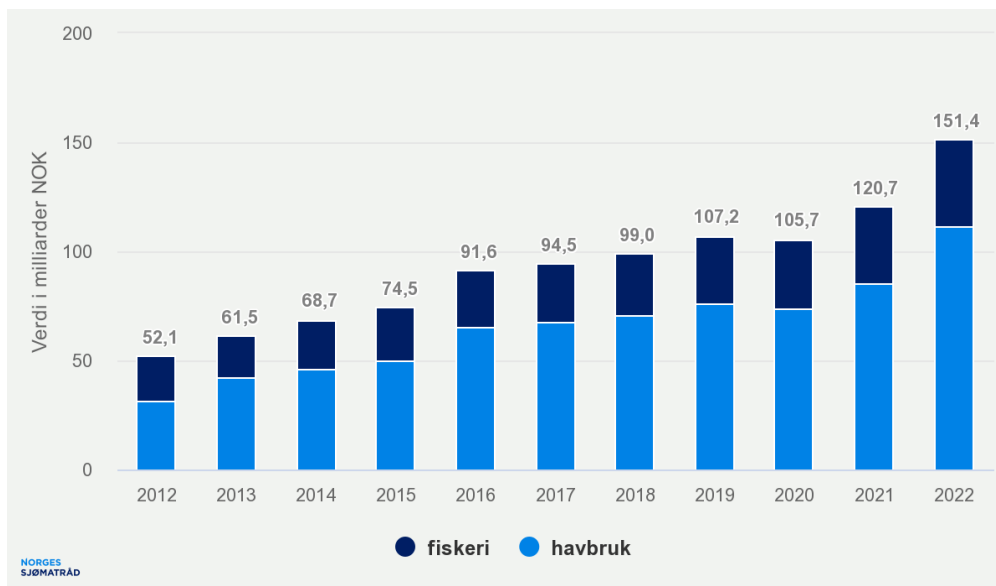
I 2007 ble selskapet notert på Oslo Børs. Selskapets fokus på bærekraftig oppdrett gjennom forskning og utvikling har vært med på å gjøre SalMar ASA til en av de største oppdrettsselskapene i verden, i tillegg er de en stor pådriver til en bærekraftig oppdrettsnæring. Dette kom fram i 2011 da den nye storsatsningen InnovaMar sto klar til bruk. Dette var med på å utvikle oppdrettsnæringen i en positiv retning, med innovative løsninger og en verdensledende effektivitet (SalMar ASA, 2022). I 2022 tok SalMar større kontroll over oppdrettsnæringen ved at NRS og SalMar fusjonerer, der SalMar i praksis er kjøper (E24, 2022).

I dag er SalMar lokalisert fra Aukra i Møre og Romsdal til Senja i Nord Norge. Slakteri- og videreforedlingsaktiviteten består i dag av; InnovaMar som er samlokalisert med selskapets hovedkontor på Frøya, InnovaNor på Senja, Vikenco på Aukra og SalmoSea ved Rørvik. I tillegg har de eierandeler i Islands største lakseoppdretter og Storbritannias nest største produsent av laks (SalMar ASA, 2022).



## 2.2 Oppdrettsbransjen

Oppdrettsbransjen i Norge er blant våre største inntektskilder og har vært i stor vekst de siste 10 årene. Sjømatmarkedet i Norge består i hovedsak av laks og ørret, torsk, pelagisk fisk og ulike skalldyr som reker og krabber. Eksport av norsk sjømat utgjorde i 2022 en verdi på hele 151 milliarder kroner, hvorav laks beløper seg til rundt 106 milliarder kroner av dette, som tilsvarer ca. 70%. Som vi kan se i grafen nedenfor så økte eksporten av norsk sjømat med nesten 31 milliarder kroner fra 2021 til 2022. Dette tilsvarer en økning på rundt 25% (Norges sjømatråd, 2023). Tross krigen i Ukraina, høye energipriser i Europa og en økende rente i USA fortsetter bransjen med en fast økning. Dette skyldes mye økte laksepriser i 2022 sammenlignet med tidligere år. Økt inflasjon og uro i verdensmarkedet har ført til høye priser for hel laks verden over og det har kommet den norske industrien til gode, da Norge er blant verdens største fiskeeksportører. Husholdningene i Norge har derimot kjent på de økte lakseprisene i verden i en negativ retning.



Figur 1 - Eksport av norsk sjømat i perioden 2012-2022

I Norge er fiskeoppdrett den største delen av fiskeindustrien. Fiskeoppdrett hos de største aktørene i Norge skjer ved kunstig befruktning, klekking og foring av fisk til de er slakteklare og klare for sending. Hovedsakelig er det laks aktørene fokuserer på, men noen driver også med både ørretoppdrett og oppdrett av andre fiskearter. Fiskeoppdrett er en konsesjonsbasert næring og aktørene må dermed få tillatelse av staten for å drive med en slik produksjon. Denne tillatelsen får man fra fiskeridirektoratet. Da laksenæringen er en konsesjonsbasert næring ble det fra 1. januar 2023 innført en ny skatt som er kalt «lakseskatten». Staten mener industrien må betale mer for naturen og ressursene de «får låne til sin produksjon» fra Norge, og må dermed bidra mer i form av skatter til samfunnet. Konsesjoner som gis ut finnes bare i et begrenset antall og kan enten skaffes gjennom en søknad eller oppkjøp. Derfor er det ofte vanlig at større selskaper kjøper seg inn i eller kjøper opp andre aktører slik at de får produksjonstillatelser til nye geografiske områder.

Mengden fisk som er blitt eksportert til utlandet de siste årene har holdt seg ganske stabil mellom 2,5 – 3 millioner tonn. Prisen på fisk, hovedsakelig laks og ørret, har derimot steget mye over årene og bidrar dermed til at bransjen får inn så mye penger (Norges sjømatråd, 2023).

## 2.3 Konkurrenter

Fra 1970-tallet frem mot starten av 1990-tallet var tillatelser for fiskeoppdrett avgrenset til én per selskap. På den tiden ble salget av oppdrettet laksefisk koordinert og tilrettelagt av Fiskeoppdretternes Salgslag (FOS). FOS gikk imidlertid konkurs i 1991, noe som åpnet veiene for oppkjøp av andre oppdrettsselskaper. Som følge av dette ble det en betraktelig strukturendring i norsk oppdrettsnæring som med tiden har ført til at dagens fiskeoppdrettsnæring består av færre, men større oppdrettsselskaper. Blant disse selskapene finner vi SalMar ASA (sml.no, 2023).

SalMars konkurrenter vil i all hovedsak omfattes av selskaper som driver med oppdrett av atlantisk laksefisk, grunnet at SalMar kun driver med produksjon av denne arten. Andre selskaper som besiktiger seg på samme art er eksempelvis MOWI ASA, Lerøy Seafood Group ASA, Grieg Seafood ASA og Austevoll ASA.

### 2.3.1 MOWI ASA

MOWI, tidligere kjent som Marine Harvest, er et av verdens ledende selskaper innenfor sjømat, og det største innenfor oppdrett av atlantisk laksefisk. De ble etablert allerede i 1964 og siden da har de vokst og utviklet seg på flere områder. I dag opererer de i 25 ulike land og med en bemanning på 11 500 ansatte dekker de om lag 20% av den verdensomspennende etterspørselen etter atlantisk laks, hvorav 2 300 ansatte i Norge. MOWIs markedsverdi i 2021 var i overkant av 120 milliarder NOK, noe som gjør de til en soleklar leder innen norsk fiskeoppdrett.

(CompaniesMarketcap, 2023)

### 2.3.2 Lerøy Seafood Group ASA

Lerøy Seafood Group er en norsk sjømatpioner som kan spores helt tilbake til slutten av 1800-tallet. Fokuset på utvikling av god sjømat har helt siden da stått sentralt for Lerøy. Med hovedkontor i Bergen praktiserer de langs hele kysten av Norge i tillegg til å ha fabrikker i store deler av Europa. Den sentrale virksomheten til Lerøy er oppdrett av laks og ørret, videreforedling, produktutvikling, markedsføring, salg og distribusjon av sjømat. Med en visjon om å bli “den ledende og mest lønnsomme globale leverandøren av bærekraftig kvalitetssjømat”, utgir de seg for å være en mektig konkurrent ovenfor SalMar. (Lerøy Seafood ASA, 2022)

### 2.3.3 Grieg Seafood ASA

Sammenlignet med de ovennevnte oppdrettsselskapene er Grieg Seafood et noe mindre selskap. Likevel er de å anse som en betydelig konkurrent, da de har klare fastsatte mål om global vekst og forbedringer tilknyttet kostnader. Grieg Seafood ble grunnlagt i 1992, og med et hovedkontor i Bergen driver de oppdrettsanlegg i Finnmark og Rogaland i Norge, British Columbia i Canada og på Shetland. I 2021 var de fremstilt med en markedsverdi på i underkant av 10 milliarder NOK. (Grieg Seafood ASA, 2023)

### 2.3.4 Austevoll Seafood ASA

Austevoll Seafood, grunnlagt i 1981, er et globalt fiskeriselskap som hovedsakelig opererer i Norge, Chile og Peru. Hovedkontoret ligger på Austevoll i Hordaland. De har fiskekvoter over hele verden, og med store oppkjøp gjennom de siste årene, har de ekspandert enormt. Deres sterke fokus på oppdrett av atlantisk laks og ørret vil gi vesentlig konkurranse for SalMar. Austevoll presenteres i dag med en markedsverdi på omkring 17 milliarder NOK. (Austevoll Seafood ASA, 2023)

## 3.0 Strategisk analyse

### 3.1 Internanalyse

Ved vår interne analyse av SalMar skal vi benytte oss av Barney sin analysemodell VRIO. VRIO-analyse går ut på å analysere de interne ressursene til selskapet og se om de er verdifulle, sjeldne, imiterbare og om den organisatoriske strukturen i selskapet gir dem konkurransefortrinn ovenfor sine konkurrenter. Ved å utføre en VRIO-analyse er det fint å definere hva vi legger i begrepet ressurs først, dette definerer vi slik: «Ressurser er innsatsfaktorer som bedriften eier eller disponerer, og som den kan selge eller konvertere til produkter og tjenester.» (Fjeldstad & Lunnan, 2021)

Først er det viktig å etablere hva de interne ressursene for SalMar er og hvilke som er viktigst. En av de viktigste kjernekompetansene til bedriften er oppdrettsprosessen, som er fra yngel- og smoltproduksjon til slakting og foredling av ferdiglaks på det nye slakteanlegget InnovaMar. Organisasjonen SalMar har ansvar for hele prosessen fra begynnelsen til slutten, som de ser på som noe av det viktigste for kvalitet og verdiskapning (SalMar ASA, 2022). Kjernekompetansen til SalMar er definitivt verdifull, men om den er sjelden og vanskelig å imitere er derimot ikke like sikkert. I Norge er det flere store aktører innen samme bransje, med MOWI og SalMar i tet. MOWI er størst og på deres nettside fremkommer det at deres prosess også starter ved avl til slakt og foredling, så det er derfor vanskelig å si at kjernekompetansen gir noe stort konkurransefortrinn ovenfor SalMar sine største konkurrenter (MOWI ASA, 2023).

SalMar er en av de største aktørene i oppdrettsbransjen og de har dermed stort fokus på innovasjon og teknologi. SalMar har, for å opprettholde sin posisjon og sitt omdømme, vært i stand til å ta grep for å drifte på en mer bærekraftig måte for å holde takt med forventningene nå til dags om bærekraftig drift. De har sammen med andre aktører utviklet dypvannsmerden Ocean Farm 1. Ocean Farm 1 var verdens første offshore fiskebruk. Innen 2030 trenger verden å produsere 70% mer mat, og dette skal gjøres uten å øke miljøutslipp, det skal faktisk gjøres ved å senke utslippet. Samtidig dekker havet enorme deler av verden, men bare 2% av matforbruk kommer fra havet. Derfor er Ocean Farm 1 så innovativt da det både bruker havet som areal til oppdrett, samt at det gir mindre utslipp og gir bedre velferd for fisken. Ocean Farm 1 er resultatet av selskapet Ocean Farming AS som er del av SalMar konsernet (SalMar ASA, 2022).

### 3.1.1 InnovaMar

Som nevnt tidligere er InnovaMar det største slakteanlegget til SalMar, samtidig som det er et av verdens mest innovative og kostnadseffektive anlegg (SalMar ASA, 2022). Med unntak av MOWI kan vi vurdere dette anlegget som et fortrinn ovenfor konkurrentene. Anlegget har en kapasitet på 150 000 tonn laks, og har ytterligere egenskaper enn bare produksjon av fisk; energiforbruk, håndtering og bruk av avskjær, i tillegg til å redusere transportbehovet gjennom å selge filet i større grad. Denne effektiviseringen og bærekraften fører til lavere kostnader, og høye investeringskostnader skaper vanskeligheter for konkurrentene til å imitere anlegget.

## 3.2 Eksternanalyse – PESTEL

Det vil alltid være utenomliggende faktorer som SalMar ikke selv kan påvirke. Dette er makroforhold som er med på å styre om virksomhetens strategier fungerer eller ikke. SalMar bør identifisere disse faktorene og prøve å ta egne strategiske valg ut ifra disse, selv om de ikke selv kan påvirke dem. Ved bruk av PESTEL, som er en modell som hjelper å avdekke muligheter og trusler, kan vi prøve å se på hvilke strategier SalMar bør bruke. I en PESTEL-analyse går vi igjennom politiske forhold (Political), økonomiske forhold (Economic), sosiokulturelle forhold

(Social), teknologiske forhold (Technological), miljømessige forhold (Environmental) og juridiske forhold (Legal) (Erichsen, Solberg, & Stiklestad, 2018).

### 3.2.1 Politiske forhold

Norge som nasjon kan være med på å bestemme mulighetene til SalMar for eksport til andre land. Derfor bør SalMar ta stilling til de politiske forholdene Norge har med andre land, i forhold til hvilke land selskapet eksporterer til. Et eksempel på dette er når det ble utdelt nobels fredspris til kineseren Liu Xiaobo. Dette medførte at Kina stanset all import av norsk laks. I 2016 åpnet Kina igjen for import av laks, men ikke for selskapene SalMar, Lerøy og Nordlaks.

Restriksjonene kom som følge av frykt for laskesykdommer fra fisk fra Nordland. SalMar sin utestengelse ble opphevet i 2019 (ilaks, 2019).

I 2014 sluttet Russland å importere varer fra ulike land, inkludert norsk laks. Dette kom etter at det ble satt opp ulike sanksjoner mot Russland etter deres annekasjon av Krim halvøya. Dette påvirket de norske selskapene stort, da Russland var det mest verdifulle markedet for norsk sjømat i 2013. (Norges sjømatråd, 2017).

I tillegg er sjømatindustrien regulert av en rekke skatter og avgifter. Dette inkluderer for eksempel tolltariffer, MVA, veterinærsertifisering og grensekryssingskostnader. I 2022 ble det også vedtatt en grunnrenteskatt til lakseoppdretterne. Det har blitt innført en skatt på grunnrenten med en foreslått effektiv skattesats på 35%, noe som vil påvirke de store lakseselskapene i stor grad (ved et bunnfradrag mellom 4 000 og 5 000 tonn skal skatten unngå å påvirke de små oppdrettsselskapene). Endelig regelverk vil komme i løpet av 2023, men virkningen er fra 1. januar 2023. Påvirkningen av denne grunnrenteskatten har vært stor. Etter regjeringens forslag til lakseskatt, «forduftet» 20 milliarder kroner av SalMars markedsverdi (E24, 2022).

### 3.2.2 Økonomiske forhold

Lakseprisen vil være en korrelasjon med inntektene til SalMar, som bestemmes etter tilbud og etterspørsel etter laks i markedet. Sammenlignet med januar i fjor har eksporten av sjømat økt med 2,4 milliarder, noe som tilsvarer en økning på 23% (Norges sjømatråd, 2023). Figur 2 viser en kraftig økning av lakseprisen de siste 10 årene, der den største økningen kommer fra de tre siste årene. I 2022 var gjennomsnittsprisen 78,65 kroner, og nå gjennomsnittlig i 2023 er den 93,26 kroner. Dette tilsvarer en økning på 18,5% og påvirker SalMars inntekter positivt, men kostnadene har også steget.



Figur 2 - Pris av fersk hel laks i perioden 2014 - 2023

Siden nullrente-perioden i koronaperioden har renten steget til 3% (Norges Bank, 2023), noe som har ført til økte rentekostnader for SalMar. I tillegg blir investeringsforholdene mindre og mindre gunstige for hvert rentehopp, da det blir mer kostbart å ta opp lån. I skrivende stund diskuteres det om det kommer nye rentehopp som følge av høy vedvarende KPI (SSB, 2023). Norge har lavere rente i forhold til andre land, dette fører til en svakere krone fordi det blir mindre attraktivt for utenlandske aktører å spare i Norge. Produktene til SalMar selges internasjonalt som vil gi oppgjør i andre valutakurser. Inntektene vil dermed direkte bli påvirket av endringer i kronekursen. Terminkontrakter blir brukt som sikringsmoment, og salg i annen valuta sikres på transaksjonstidspunktet. En svakere norsk krone vil dermed bety at SalMar får flere norske kroner inn.

### 3.2.3 Sosiokulturelle forhold

Et generasjonsskifte innenfor valg av matvarer har vært i fokus de siste årene. Andelen av vegetarianere og veganere har økt fra 7% til 11% i 2022, dette tilsvarer en økning på over 50%. 2 av 10 sier de vil minske sitt klimaavtrykk og blant de mellom 18 og 29 år er andelen 35% (Orkla, 2023). Denne livsstilsendringen kan dermed være en trussel mot fiskenæringen i fremtiden. Derfor er det viktig å markedsføre laksen på en bærekraftig måte, slik at det blir en del av det grønne skiftet. Denne trenden inkluderer også en endring fra rødt kjøtt til mer bærekraftige proteinkilder. Fisk kan være en av de proteinkildene som er mest bærekraftig, i tillegg inneholder fisk omega 3 som er et meget viktig næringsstoff for forbrukerne. Dette er viktig å få fram slik at fisk opprettholdes som viktig næring for forbrukerne, og erstatter rødt kjøtt over tid.

### 3.2.4 Teknologiske forhold

Oppdrettsbransjen er en relativt ny bransje historisk sett. Derfor er det meget viktig å se på de teknologiske forholdene i bransjen. Hvordan skal selskapene bruke teknologien til å redusere kostnadene og øke effektiviteten. Det står også sentralt at selskapene må tenke bærekraftig da vi er inne i et grønt skifte. Det handler om å bruke teknologien til å skape et komparativt fortrinn ovenfor resten av bransjen. Bærekraftig sikkerhet er et viktig tema, der det stilles strengere krav rundt fiskevelferden, rømmningssikkerhet fra merder og kvaliteten på disse.

InnovaMar er et eksempel på et teknologisk fortrinn SalMar har klart å skaffe seg. Dette slakte- og foredlingsanlegget har gjort selskapet mer kostnadseffektivt og fleksibelt ved for eksempel økt kapasitet. Ocean Farm 1 er et framtidsrettet havbasert oppdrettsanlegg som er med på å bruke mye av arealet som ikke allerede er utnyttet i dag. Dette ble forklart litt nærmere i internanalysen tidligere.



### 3.2.5 Miljømessige forhold

En utfordring for miljøet, forårsaket av havbruksnæringen, er rømming av fisk. Fisken kan rømme fra både land og i sjø, der det er flere faktorer som påvirker hvordan fisken klarer å rømme fra merdene. Noen eksempler på det er tekniske feil, dårlig vær og fjerning av lakselus. Et nasjonalt overvåkningsprogram følger med på hvor mye rømt oppdrettslaks som finnes. Nøkkeltall fra 2022 måler 59 513 rømte fisk (Bærekraft i havbruk, 2023).

Tidligere har vi nevnt at fisk er en bærekraftig ressurs i forhold til andre rike proteinkilder, med lavere klimaavtrykk, men likevel er det negative faktorer mot miljøet som spiller inn. Soya i fôret kommer fra soyaproduksjon i Brasil, og som er kjent for å påvirke regnskogen i en negativ retning. Økningen i klimaavtrykket til havbruksnæringen har også blitt påvirket ved at denne produksjonen har blitt tatt med i beregningene (Bærekraft i havbruk, 2023). Gjennom FNs bærekraftsmål nr. 13 bør klimaavtrykket næringen representerer dokumenteres. Produksjonen av laks ligger svært nær europeisk produsert kylling, og under europeisk produsert storfe og svin (Bærekraft i havbruk, 2023).

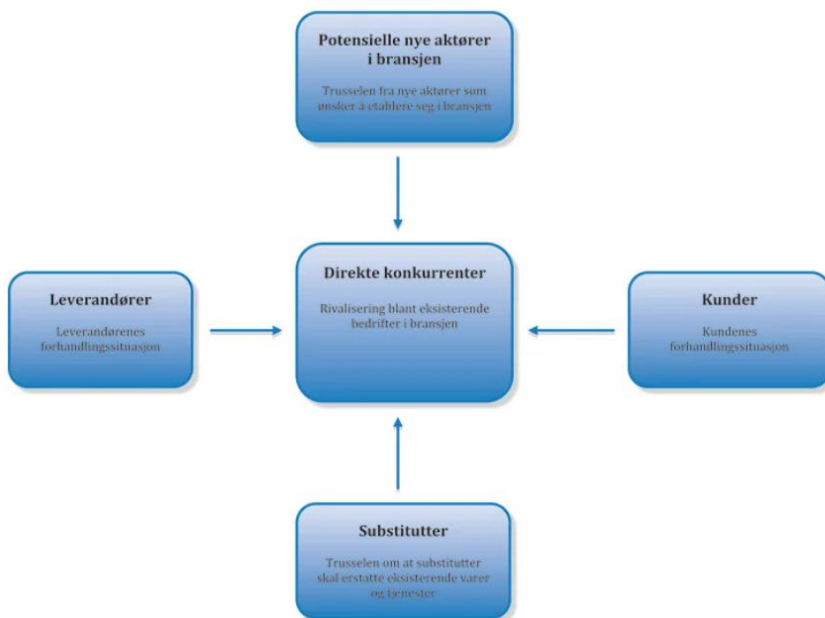
### 3.2.6 Juridiske forhold

Driften av en oppdrettslokalitet og miljøpåvirkningen reguleres både direkte og indirekte av en rekke forskrifter. Disse forskriftene heter Akvakultur-, Mat- og Forurensingsloven, men forholdet mellom norsk akvakultur og miljøet reguleres i hovedsak av akvakulturloven. Å være en del av havbruksnæringen krever at miljøet behandles på en forsvarlig måte. Dette presiserer loven slik at havbruk etableres, drives og avvikles i henhold til miljøet. Det at den norske oppdrettsnæringen er konsesjonsbasert fører til en rekke utfordringer for selskaper som skal etablere seg og for de som er etablert. Det at det kreves tillatelse for å etablere seg i bransjen, skaper høyere inngangsbarrierer. I tillegg er det vanskelig for de etablerte aktørene å ekspandere. Målet med dette er å opprettholde en bærekraftig oppdrettsnæring.

For å opprettholde en bærekraftig oppdrettsnæring har regjeringen valgt å innføre et trafikklyssystem. Dette systemet baseres seg på hvor mye lakselus villaksen har innenfor inndelte soner. Grønt lys tilsier at det kan være en vekst i produksjon på 6%, i motsetning til rødt lys som reduserer vekst i produksjonen med 6%. I de gule sonene skal veksten i produksjonen ikke endres (Havforskningsinstituttet, 2020).

### 3.3 Eksternanalyse - Porters Bransjeanalyse

Porters bransjeanalyse ser vi på som en viktig del av den eksterne analysen vår. Dette er en analyse av Michael Porter som innebærer å analysere hvor sensitiv en organisasjon er ovenfor fem bransjekrefter: kunder, leverandører, nyetableringer, substitutter og konkurrenter. Hos oss skal vi se på hvordan aktøren SalMar sin drift blir påvirket av konkurransekraftene. Figuren nedenfor som illustrerer Porters bransjeanalyse er hentet fra regjeringens nettside (Regjeringen, 2010).



Figur 3 - Porters bransjeanalyse

### 3.3.1 Kundenes forhandlingsstyrke

Kundenes forhandlingskraft sier noe om hvem som bestemmer i forholdet mellom kunde og aktør. Dette avhenger blant annet av hvor mange kunder det finnes i markedet og hvor mange aktører kundene kan velge mellom. Det er altså slik at få og store kunder har sterkere forhandlingskraft enn små og mange, også om det er mange alternativer for kundene, så har de sterkere forhandlingskraft. Når vi ser på dette i SalMar sitt tilfelle så kan vi dele det opp i det nasjonale og det internasjonale markedet. Om vi ser på det nasjonale markedet først så vet vi at det er flere store, og små, aktører for kundene å velge mellom når de skal kjøpe fisk. Alle disse aktørene tilbyr mange ulike produkter og gir kundene flere valgmuligheter, noe som fører til at de får større makt ovenfor selskapene. Det stilles ofte høye krav til kvalitet av fisk i Norge, noe som tvinger selskapene til å følge forventningene til markedet om de ønsker salg. SalMar produserer atlantisk laks, noe flere andre aktører leverer. Da produktet ikke er et differensiert produkt, så vil det være gjennom pris eller kvalitet på produktene om de kan skilles fra mengden. Hadde kundene teoretisk sett bare hatt ett produkt å velge mellom så ville deres forhandlingsstyrke vært svært lav og aktørene sitter da med nesten all makten.

Videre kan vi se på det internasjonale markedet. Her er det store distributører som kjøper fisk fra SalMar og selger deretter til de landene de opererer i. Dette fører til at SalMar ikke har så mye forhandlingsmakt da det er få, men store kunder SalMar selger til. I tillegg er det også politiske forhold som spiller inn i maktforholdet som videre kan svekke SalMar sin makt. Dette så vi et godt eksempel på da Kina bestemte seg for å forby norsk fisk i 2010, noe som førte til en vesentlig svekkelse i Norges fiskeeksport. Dermed kan vi se at SalMar sine utenlandske kunder kan ha en potensiell sterk forhandlingsstyrke og at SalMar er sensitiv for politiske forhold ved lovendringer og prisendringer.

### 3.3.2 Leverandørenes forhandlingskraft

Leverandørenes forhandlingskraft vurderes etter hvor lett det er for dem å øke prisene, samt hvor mange leverandører som finnes. Dette vil avgjøre hvor stor forhandlingsmakt leverandørene har. Om leverandørens produkter og tjenester kan lett byttes ut med andre produkter og tjenester fra andre leverandører vil svekke leverandørenes forhandlingsmakt. Dersom produktet som leverandøren leverer er unik, er det med å skape en differensiering og vil styrke leverandørens forhandlingskraft ovenfor kjøper.

Som vi har nevnt tidligere så står SalMar for hele produksjonskjeden fra start til slutt, fra smolt til ferdig produkt. Her er det nye slakteanlegget InnovaMar sentralt da de slakter og foredler laksen videre. I denne prosessen er ikke SalMar avhengig av andre selskaper og det vil dermed ikke være noen sterk leverandørmakt i denne prosessen. Derimot så må fisken mates under oppdrettet, og fôr er noe SalMar kjøper fra leverandører og er avhengig av.

Da SalMar står for nesten alle steg i produksjonsprosessen selv, så vil det være hos produsentene av fôr det vil være forhandlingsmakt. Av fiskefôr finnes det mange aktører, men i Norge så er det tre store som har størst markedsandel. Disse er Skretting, BioMar og EWOS. MOWI har i det siste startet med produksjon av sitt eget fôr og har kommet sterkt inn i denne bransjen, men enda er de tre nevnte større. SalMar kjøper fôr fra Skretting og EWOS og vil dermed være utsatt fra en viss forhandlingskraft fra disse selskapene. Selv om disse selskapene har en ganske stor makt innen næringen så står de alle ovenfor en felles trussel, nemlig at oppdrettsselskapene skal produsere eget fôr slik MOWI begynte å gjøre i 2014. Denne muligheten er med på å svekke leverandørenes forhandlingsmakt. Dersom leverandøren setter for høye priser, kan de største oppdrettsselskapene velge å etablere sin egen fôrproduksjon. Grunnen til at det ikke er gjort allerede er hovedsakelig at det er store etableringskostnader. Nå som MOWI har fått etablert sin egen fôrproduksjon, skal en nok ikke avskrive at de andre store oppdrettsselskapene vil følge etter. (E24, 2022)

### 3.3.3 Trussel om substitutter

Ved vurdering av den potensielle trusselen om substitutter må vi se på hvor lett produktet til SalMar kan dekket og tilfredsstilles av andre produkter. Dette sier noe om hvor unikt produktet til SalMar er. I dette tilfellet er produktet det er snakk om hovedsakelig laks, noe vi antar de fleste forbrukere kjøper. Her vil det være mulig for forbrukerne å bytte ut laks med annen type fisk eller et annet måltid. Det virker derimot som at norske forbrukere prefererer laks fremfor annen fisk, da det er veldig allsidig og kan brukes til alt fra pålegg til sushi. Sushi har blitt et trendmåltid de siste årene og her blir spesielt norsk laks mye brukt, både i utlandet og i Norge. Vi kan se for oss at laks lett kan substitueres med annen type fisk og mat, men grunnet at laks kan brukes på så mange ulike områder, vil det ikke være like sårbart for endringer i markedet og trusselen for substituering vil være lav. Selv om en gruppe vil erstatte laks med andre produkter, vil det fremdeles være et stort marked som ønsker å spise og kjøpe laks, vi er tross alt blant landene som konsumerer mest laks. (Norges sjømatråd, 2022)

Laks inneholder mange viktige vitaminer og næringsstoffer som er viktig for kroppen, men her kan også kunden gjøre en annen form for substitusjon enn annen fisk. Nemlig heller velge andre typer proteinkilder som kylling, svin og storfe, for så å få i seg omega-3 gjennom tran eller lignende kosttilskudd. Selv om laks kan byttes ut av annen type fisk eller andre proteinkilder, anser vi trusselen for lav-middels da laks er et så populært valg i norske husstander. (Laksefakta, 2021)

### 3.3.4 Potensielle nye aktører i bransjen

Neste del av Porters bransjeanalyse tar for seg trusselen for nyetableringer i bransjen. Dette omhandler at så lenge et marked har profitt, og det er lett å etablere seg som konkurrerende aktør, vil nye konkurrenter etablere seg i bransjen. Dette vil så føre til at markedet blir mettet og profitten vil bli konkurrert bort.

I Norge er, som nevnt tidligere, laksemarkedet dominert av noen få store aktører som MOWI, SalMar og flere. Denne dominansen kan føre til at det vil være vanskelig for nye aktører å etablere seg i bransjen, da mye av produktene er svært like og de store selskapene har en bedre

merkevare. Som nevnt nedenfor er nok den viktigste faktoren i denne bransjen prisen da det er såpass homogene produkter. Så for nye aktører som får høye etableringskostnader, vil det være vanskelig å konkurrere med gigantene på pris. Som tidligere nevnt har SalMar investert mye kapital i kostnadseffektive anlegg og om nye aktører skal kunne konkurrere vil vi legge til grunn at de må investere i tilsvarende utstyr. Dette vil bare øke etableringskostnadene for selskapene og gjøre det enda mer vanskelig å etablere seg i bransjen.

Den største hindringen for nyetablering er at nye aktører må ha en oppdrettskonsesjon for å kunne produsere oppdrettslaks. Oppdrettskonsesjoner får en kjøpt enten ved auksjoner arrangert av staten eller ved at aktørene foretar oppkjøp av eksisterende produsenter. Det er utfordrende for nye aktører å komme i posisjon da det i all hovedsak er eksisterende selskaper som har tilstrekkelig likviditet /soliditet og kompetanse til å foreta slike kjøp. Vi anser dermed trusselen for nyetableringer som svak.

### 3.3.5 Rivalisering blant eksisterende bedrifter i bransjen

I Norge er oppdrettsnæringen dominert av noen få store selskaper og det vil dermed anses som naturlig at det vil være stor grad med rivalisering mellom disse selskapene. Spesielt da deres produkter kan vurderes som svært like. Laks har blitt mer og mer ettertraktet på markedet de siste årene og skaper derfor en stor etterspørsel etter disse produktene. Denne etterspørselen bidrar til gode salgstall for alle aktørene og de sitter sjelden igjen med laks som ikke blir solgt. Så rivaliseringen omhandler oftest ikke kvantitet, men heller fiskens kvalitet og pris. Her er et godt omdømme essensielt og merkevare svært viktig. Dette bygges gjerne opp ved innovasjoner og markedsføring.

I Norge er det som nevnt noen få store aktører som har størst markedsandel, og siden produktet er så homogent som det er så vil prisen være svært viktig. Det vil dermed være avgjørende for SalMar å konkurrere og presse prisene på sine produkter sammenlignet med deres konkurrenter som blant annet MOWI og Grieg. Måten SalMar skal kunne skille seg ut på pris, er gjerne gjennom effektivisering av produksjonen. Her er InnovaMar og InnovaNor sentrale. Ved bygging av merkevare, stiller SalMar seg sterkt blant sine konkurrenter, spesielt i region Midt-Norge. Fra å gi mange arbeidsplasser til lokalsamfunnet til sponsing av lokale lag og større lag,

blant annet Rosenborg Ballklubb og Ranheim Fotball. Gjennom sitt fokus på innovasjon og merkevarebygging, mener vi at SalMar står sterkt i konkurransen mellom alle aktørene i Norge.

### 3.4 SWOT

For å fremstille en oppsummering av vår strategiske analyse og gi en oversikt over indre og ytre faktorer SalMar må ta i betraktning, presenterer vi disse i en SWOT-modell. Modellen belyser interne styrker (S) og svakheter (W), samt eksterne muligheter (O) og trusler (T). Dersom SalMar behersker å utnytte mulighetene bedre enn konkurrentene, i tillegg til å bekjempe de truslene de er belastet med, kan de posisjonere seg mer fordelaktig i markedet og med det oppnå strategiske fordeler sammenlignet med gjennomsnittet.

Styrker		Svakheter
Interne faktorer	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ocean Farming AS</li> <li>- InnovaMar</li> <li>- Innovasjonsevne som skaper konkurransefortrinn</li> <li>- Mer miljøvennlig produksjon sammenlignet med annen type vegetarmat</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Lett imiterbare ressurser</li> <li>- Lite diversifisert</li> <li>- Akvakulturmarkedet domineres av Asia-Stillehavet med bred margin</li> </ul>
Muligheter		Trusler
Eksterne faktorer	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Fallende kronekurs</li> <li>- Gunstige justeringer i konsesjonssystemet</li> <li>- Tilvekst i populasjonen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Sterkere kronekurs</li> <li>- Svekket internasjonal interesse for laks</li> <li>- Potensielle substitutter ved stigende laksepris</li> <li>- Truende reguleringer i konsesjonssystemet</li> </ul>

Tabell 1 - SWOT

## 4.0 Regnskapsanalyse

For å kunne analysere bedriftens økonomiske situasjon og utvikling er regnskapsanalyse viktig. Her vil vi se på historiske tall hos SalMar i perioden 2017-2021. Denne analysen vil gi oss en dypere forståelse av SalMar og deres drift gjennom de fire hovedområdene: Lønnsomhet, Finansiering, Soliditet og Likviditet.

	2021	2020	2019	2018	2017
Valutakode	NOK	NOK	NOK	NOK	NOK
Sum driftsinntekter	15 043 945	12 912 341	12 237 589	11 342 554	10 817 238
Sum driftskostnader	11 592 977	10 084 373	9 202 988	7 035 912	8 025 026
<b>Driftsresultat</b>	<b>3 450 968</b>	<b>2 827 968</b>	<b>3 034 601</b>	<b>4 306 642</b>	<b>2 792 212</b>
Driftsmargin	22,94 %	21,90 %	24,80 %	37,97 %	25,81 %
Netto finans	-64 026	-256 322	123 763	145 926	63 989
<b>Resultat før skatt</b>	<b>3 386 942</b>	<b>2 571 646</b>	<b>3 158 364</b>	<b>4 452 568</b>	<b>2 856 201</b>
Skatt	718 822	563 355	613 877	873 343	558 403
<b>Resultat etter skatt</b>	<b>2 668 120</b>	<b>2 008 291</b>	<b>2 544 487</b>	<b>3 579 225</b>	<b>2 297 798</b>

Tabell 2 - Forenklet regnskap for SalMar i perioden 2017-2021

### 4.1 Lønnsomhet

Ved å analysere lønnsomheten tar vi sikte på å få innsikt i SalMars evne til å skape fortjeneste ut ifra de ressursene de har tilgjengelig. For å holde driften gående vil det for ethvert selskap være vitalt å gå med overskudd over tid. For SalMar, som er børsnotert, vil god lønnsomhet gjøre selskapet mer attraktivt og utmerke seg særlig for investorer og aksjonærer.

#### 4.1.1 Totalkapitalrentabilitet

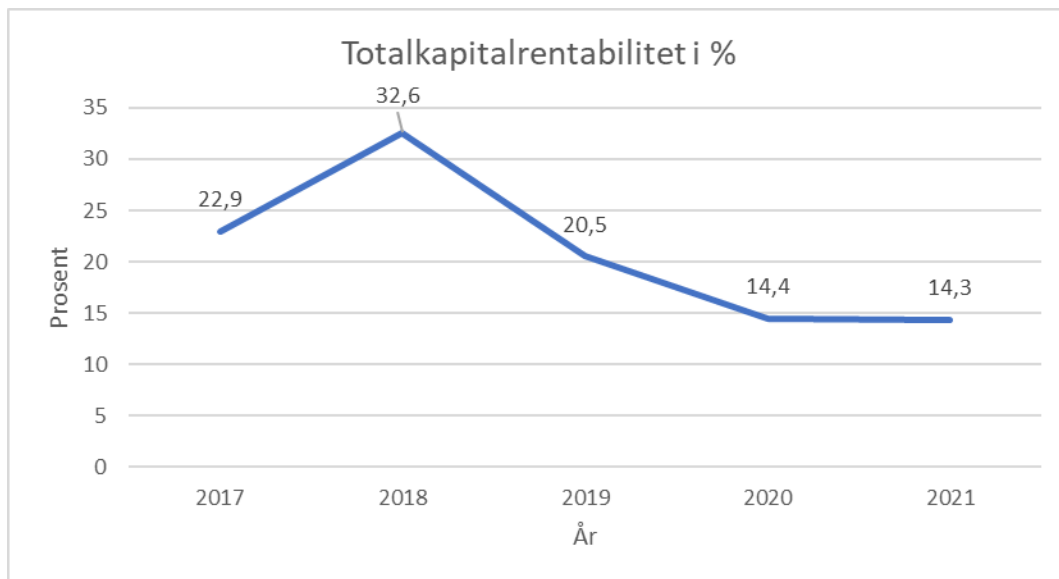
Ved beregningen av totalkapitalrentabiliteten bemerker vi oss avkastningen SalMar har hatt på den totale kapitalen investert i selskapet, både gjeld og egenkapital. Totalkapitalrentabiliteten viser hvor mye SalMar får igjen av investeringene sine, og er av den grunn et betydelig nøkkeltall for en investor å bite seg merke i. Ettersom totalkapitalrentabiliteten er et mål på lønnsomheten i en virksomhet, har majoriteten et mål om å maksimere dette tallet. Hvor høyt dette tallet er, varierer fra bransje til bransje. Her spiller også risiko en avgjørende rolle.



Gjennomsnittlig totalkapitalrentabilitet for norske virksomheter ligger på omkring 10%. Sammenligner vi SalMars totalkapitalrentabilitet med dette, kommer de positivt ut, til tross for en avtagende utvikling de siste tre årene. I vurderingen om SalMar har en god eller dårlig totalkapitalrentabilitet, er det fornuftig å sammenligne opp mot de konkurrerende selskapene i oppdrettsbransjen, noe vi gjennomfører litt senere i regnskapsanalysen.

Formelen for totalkapitalrentabilitet er som følgende:

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



Figur 4 - Totalkapitalrentabilitet i %

År	2017	2018	2019	2020	2021
Totalkapitalrentabilitet i %	22,9	32,6	20,5	14,4	14,3

#### 4.1.2 Egenkapitalrentabilitet

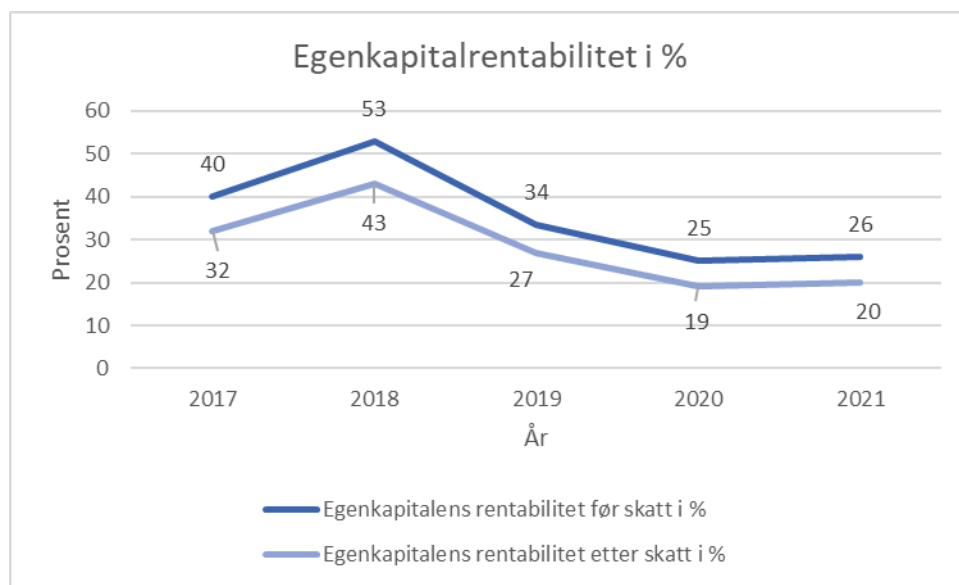
Det neste punktet vi vil ta for oss i regnskapsanalysen er egenkapitalrentabiliteten til SalMar. Dette punktet forteller oss hva avkastningen på egenkapitalen i selskapet er. Jo høyere rentabilitet eierne har på sine investeringer, jo mer lønnsom er bedriften. Om rentabiliteten er lav så vil eierne heller plassere pengene sine et annet sted for å oppnå høyere avkastning. Egenkapitalrentabiliteten er nært knyttet totalkapitalrentabiliteten, men den ser bort fra avkastningen som forekommer av lånte midler, altså gjeld. Dette nøkkeltallet ser vi på ved før og etter skatt.

Formelen for egenkapitalrentabilitet før skatt er som følgende:

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

Formelen for egenkapitalrentabilitet etter skatt er som følgende:

$$\text{Egenkapitalrentabilitet etter skatt} = \frac{\text{Resultat etter skatt} * 100\%}{\text{Gjennomsnittlig Egenkapital}}$$



Figur 5 - Egenkapitalens rentabilitet

År	2017	2018	2019	2020	2021
Egenkapitalens rentabilitet før skatt i %	40	53	34	25	26
Egenkapitalens rentabilitet etter skatt i %	32	43	27	19	20

Av teori vet vi at egenkapitalrentabiliteten før skatt bør være høyere enn totalkapitalrentabiliteten, noe vi ser den er alle disse årene. Jo større differanse mellom disse nøkkeltallene jo større risiko tar selskapet. Vi ser også at de to grafene for EK-rentabiliteten før og etter skatt følger hverandre tett, noe som skyldes av at skattekostnadene har vært relativt like de siste årene. Som nevnt tidligere er det vanlig med rundt 10% totalkapitalrentabilitet i Norge, også når egenkapitalrentabiliteten er på 25-53% i denne perioden, er det svært gode tall for SalMar. Dette gjenspeiler en god drift av selskapet og lønnsomheten i næringen. Det har vært en negativ trend derimot de siste tre årene som mye skyldes en økning i egenkapitalen i selskapet, samt litt svakere resultat før og etter skatt for SalMar.

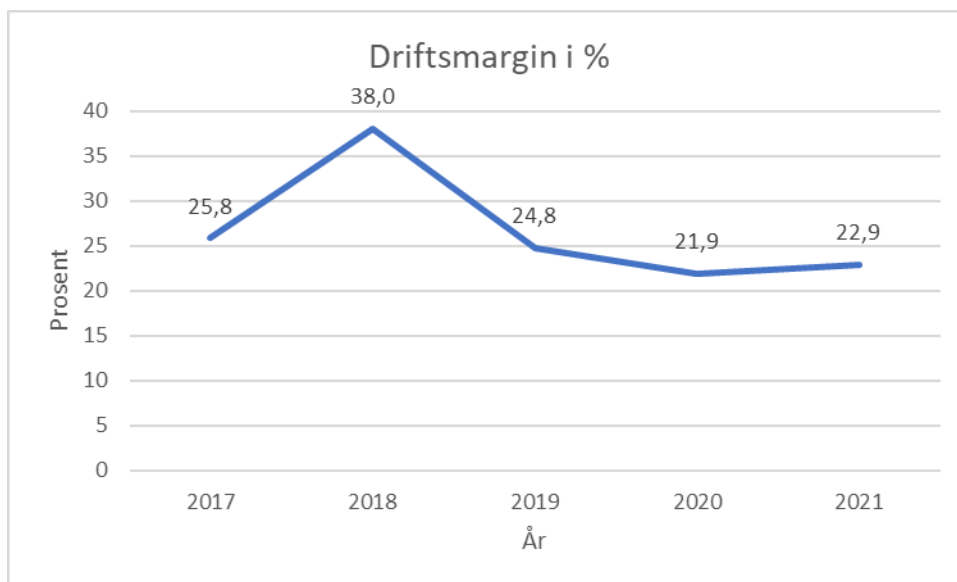
#### 4.1.3 Driftsmargin

I lønnsomhetsvurderingen er driftsmargin et essensielt nøkkeltall å vurdere. Driftsmarginen representerer driftsresultatet dividert med omsetningen, gjerne uttrykt i prosent. Tallet vi beregner illustrerer hvor mye av driftsinntektene som er profitt. Jo høyere driftsmarginen er, desto mer får selskapene igjen for hver krone de omsetter.

De siste tre årene fremstilles en jevn trend i SalMars driftsmargin, men fra 2017 til 2018 bemerker vi oss en vesentlig stigning. Dette er i stor grad forårsaket av en vellykket drift i samtlige virksomhetsområder, en solid etterspørsel og et rekordhøyt slaktevolum. Året etter belyses en merkverdig nedgang som i all hovedsak forklares av en avtagende biologisk utvikling. Dette bidro til stigende produksjonskostnader som dermed påvirket driftsresultatet i negativ retning og dermed også driftsmarginen. Bakgrunnen til nedgangen i 2019 er hovedsakelig at resultatet ble dårligere grunnet høyere kostnader, mens driftsinntektene økte mindre enn kostnadene. Denne trenden fortsatte videre i 2020 og forklaringen bak det bunnpunktet, stammer i stor grad fra Covid-19.

Formelen for driftsmargin er som følgende:

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



Figur 6 - Driftsmargin i %

År	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsmargin i %	25,8	38,0	24,8	21,9	22,9

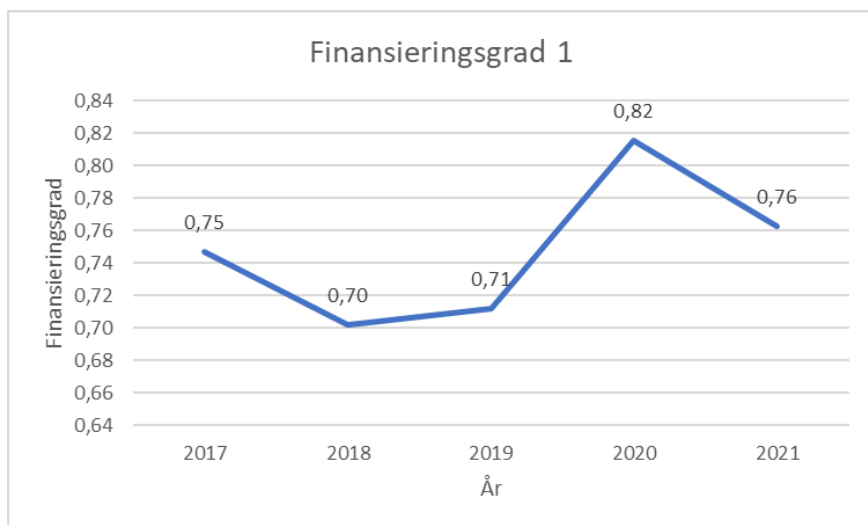
## 4.2 Finansiering og soliditet

Den neste delen av regnskapsanalysen vi skal ta for oss, er hovedområdene finansiering og soliditet. Dette er to ulike deler, men de er nært knyttet til hverandre så vi fører dette under samme punkt. Finansiering omhandler hvordan eiendelene til bedriften er finansiert gjennom egenkapitalen og kortsiktig og langsiktig gjeld. Soliditet tar for seg bedriftens evne til å tåle tap, som navnet tilsier, hvor solid bedriften er.

### 4.2.1 Finansieringsgrad

Det første nøkkeltallet vi skal ta for oss under denne delen av analysen er finansieringsgrad 1. Dette nøkkeltallet forteller oss hvor stor del av anleggsmidlene som er finansiert ved bruk av langsiktig gjeld. Dette kan vi se ved hjelp av formelen nedenfor:

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



Figur 7 - Finansieringsgrad 1

År	2017	2018	2019	2020	2021
Finansieringsgrad 1	0,75	0,70	0,71	0,82	0,76

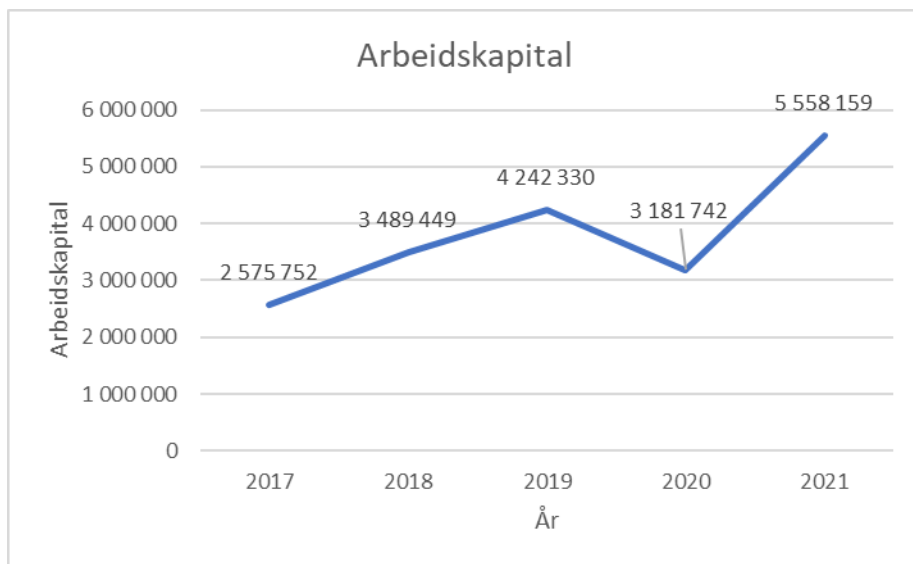
Når vi ser på finansieringsgrad 1 ønsker vi gjerne ikke at den skal overstige 1. Som vi kan se i utviklingen til SalMar de siste fem årene så har de holdt seg under 1 hele denne perioden. Hadde vi fått over 1 så ville det fortalt oss at en del av anleggsmidlene er finansiert med kortsiktig gjeld, og dette er ikke ønskelig da det øker risiko og kostnader. SalMar hadde en synkende trend frem til Covid-19 i 2020 hvor denne graden økte betraktelig. I 2021 derimot hadde SalMar en positiv trend nedover igjen og ser ut til å være på rett vei.

#### 4.2.2 Arbeidskapital

Arbeidskapitalen til et selskap viser oss forskjellen mellom omløpsmidlene og den kortsiktige gjelden. Arbeidskapitalen deles gjerne opp i kundefordringer, leverandørgjeld og varelager. I SalMar sitt tilfelle er varelageret hovedsakelig bestående av biologiske eiendeler, så om arbeidskapitalen er positiv, viser det at anleggsmidlene er langsiktig finansiert, samt deler av omløpsmidlene. Hadde arbeidskapitalen vært negativ, ville det vist at selskapet har benyttet seg av kortsiktig finansiering av anleggsmidler. Av dette forstår vi at det vil være ønskelig med en positiv arbeidskapital.

Formel for arbeidskapital er som vist nedenfor:

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



Figur 8 - Arbeidskapital

År	2017	2018	2019	2020	2021
Arbeidskapital	2 575 752	3 489 449	4 242 330	3 181 742	5 558 159

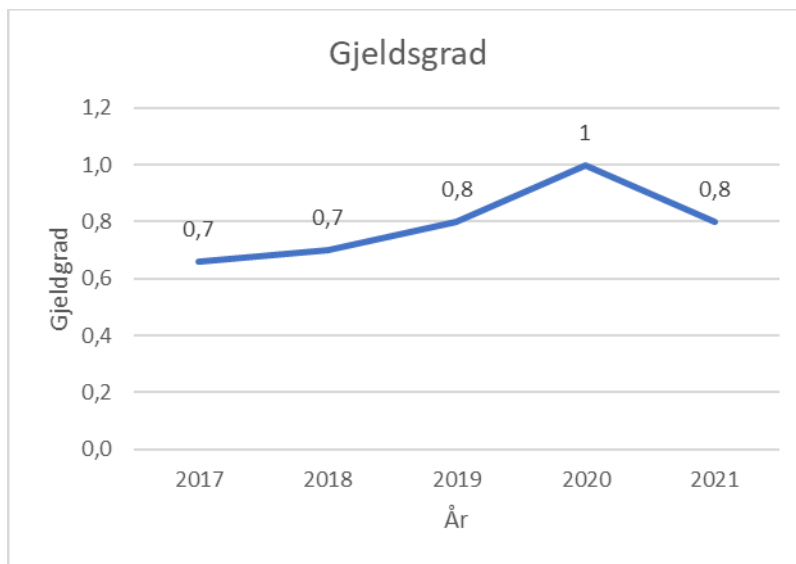
Som vi kan se i figur 8 har SalMar en positiv arbeidskapital, og det med en relativt stabil økning frem til Covid-19 i 2020 hvor de hadde et lite fall. Dette fallet ble innhentet i 2021 da SalMar hadde et godt år. Vi kan forklare nedgangen i 2020 ved en stor økning i kortsiktig gjeld, fra 3 247 958 000 i 2019 til 4 736 430 000 i 2020, mens omløpsmidlene holdt seg relativt stabil rundt 7,5-8 milliarder i samme tidsperiode. Derimot den store oppgangen i 2021 skyldes en stor økning i omløpsmidler, fra 7 918 172 000 i 2020 til 10 244 238 000 i 2021, mens kortsiktig gjeld gikk ned med nesten 100 000 000. Vi ser at arbeidskapitalen alltid er positiv i denne perioden og holder seg mellom 2,5 – 5,5 milliarder. Dette sier oss at SalMar har en del kapital til å dekke eventuelle kortsiktige utgifter som måtte forekomme. Arbeidskapitalen følger likviditetsgrad 1, som indikerer at selskapet har god likviditet. Dette vil vi diskutere litt senere i oppgaven.

### 4.2.3 Gjeldsgrad

Nøkkeltallet gjeldsgrad viser hvor stor gjelden til et selskap er i forhold til deres egenkapital.

Dette kan vi se ved formelen gitt nedenfor:

$$\text{Gjeldsgrad} = \frac{\text{Sum gjeld}}{\text{Sum Egenkapital}}$$



Figur 9 - Gjeldsgrad

År	2017	2018	2019	2020	2021
Gjeldsgrad	0,7	0,7	0,8	1	0,8

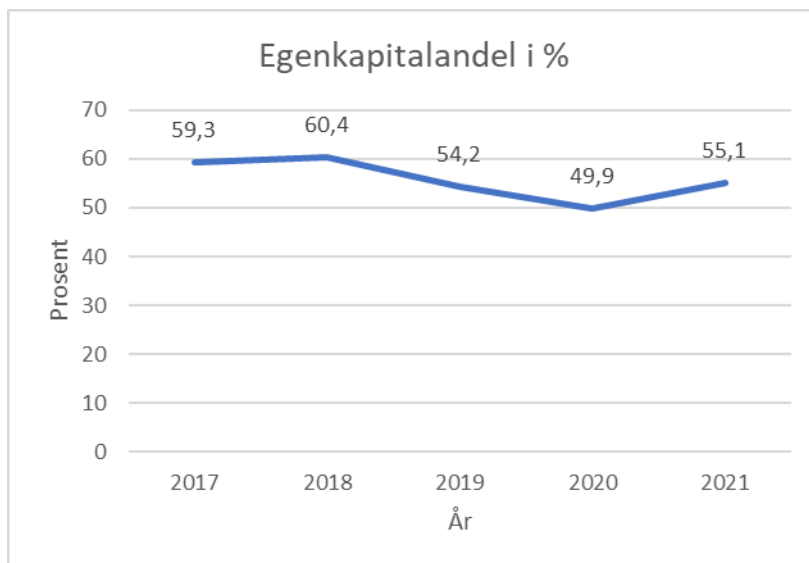
Ved en gjeldsgrad på 1 ser vi at bedriften har like stor gjeld som egenkapital, så jo mindre dette forholdstallet er, jo bedre er selskapet. Som vi ser har SalMar de siste fem årene hatt en gjeldsgrad på 1 eller mindre, og det tyder på en solid drift av selskapet. Vi sier at gjeldsgraden bør være under 5, og det er SalMar godt under. Utviklingen viser at SalMar har fra 2017 til 2020 minsket forholdet mellom gjeld og egenkapital, men har i 2021 hatt en god trend og igjen fått gjeldsgraden til det nivået det var på før Covid-19. Dette ser vi på som en positiv trend hos selskapet.

#### 4.2.4 Egenkapitalandel

For å finne ut hvor stor grad av eiendelene som er finansiert med egne midler, regner vi ut egenkapitalandelen. Jo større andel som er finansiert med egne midler, jo mer solid vil selskapet være. SalMar har hatt en ganske høy egenkapitalandel over lengre tid, men den ble litt svekket i 2019 og 2020 gjennom større opptak av gjeld enn økning i egenkapital. 2020 er mye grunnet Covid-19 og de ekstra uforutsette kostnadene det medførte for selskapet. Vi ser derimot at SalMar hadde en positiv trend i 2021, og anser selskapet som svært solid med tanke på deres egenkapitalandel.

Formelen for å regne ut egenkapitalandelen er som vist nedenfor:

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



Figur 10 - Egenkapitalandelen i %

År	2017	2018	2019	2020	2021
Egenkapitalandel i %	59,3	60,4	54,2	49,9	55,1



## 4.3 Likviditet

I en likviditetsanalyse kartlegger vi bedriftens betalingsevne, som betyr dens evne til å betale fremtidige forpliktelser. En bedrift er nødt til å ha en god likviditet slik at den kan tåle fremtidige utgifter, både planlagte og ikke.

### 4.3.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 er et nøkkeltall som måler forholdet mellom omløpsmidlene og den kortsiktige gjelden til et selskap. Tallet vi får gir oss en viss innsikt i virksomhetens evne til å betale for seg. Vi har som hovedregel at likviditetsgrad 1 bør være over 2. Av figuren nedenfor kan vi se at SalMar de siste fem årene hovedsakelig har greid å holde seg over 2, eller i hvert fall veldig nært 2. Derimot i 2020 ser vi en kraftig nedgang til 1,67, noe som anses som en dårlig trend. Dette kan forklares ved en økning i kortsiktig gjeld fra 3 247 958 000 i 2019 til 4 736 430 000 i 2020, mens omløpsmidlene holdt seg relativt like. Denne økningen i kortsiktig gjeld har hovedsakelig å gjøre med Covid-19. Deretter i 2021 greier SalMar å snu graden til over to igjen. Dette gjør de ved å øke omløpsmidlene med over 2 milliarder, mens de kvittet seg med rundt 50 millioner i kortsiktig gjeld, som fører til en forbedret likviditetsgrad 1.

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

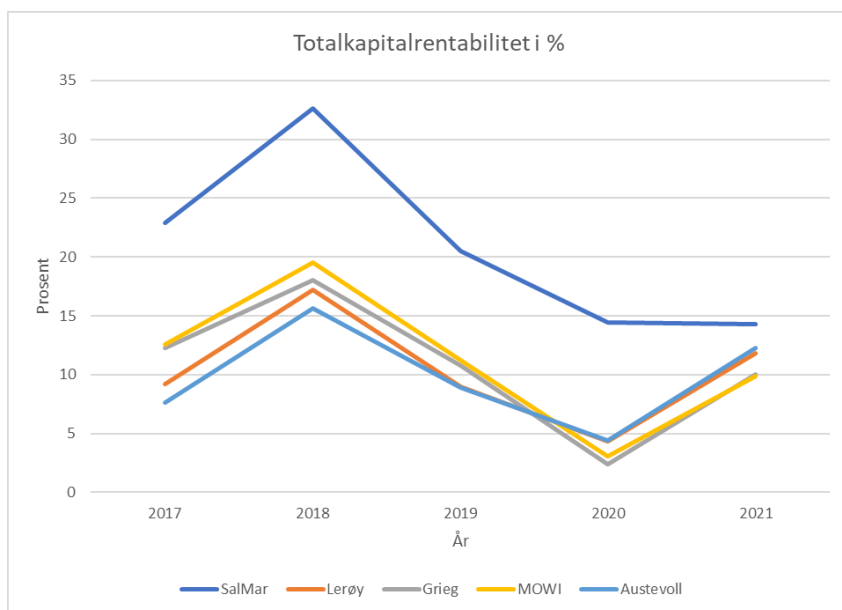


Figur 11 - Likviditetsgrad 1

År	2017	2018	2019	2020	2021
Likviditetsgrad 1	1,94	2,02	2,31	1,67	2,19

## 4.4 Sammenligning med konkurrenter

### 4.4.1 Totalkapitalrentabilitet

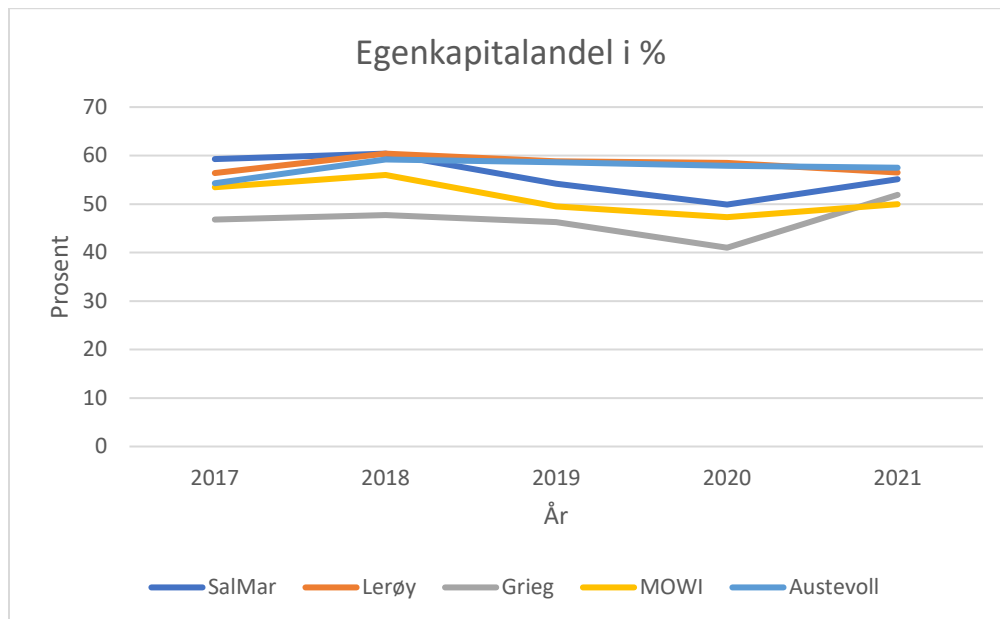


Figur 12 - Totalkapitalrentabilitet mot konkurrenter

Totalrentabilitet i %	2017	2018	2019	2020	2021
SalMar	22,9	32,6	20,5	14,4	14,3
Lerøy	9,2	17,2	9	4,3	11,8
Grieg	12,3	18	10,8	2,4	10
MOWI	12,6	19,5	11,2	3,1	9,9
Austevoll	7,6	15,6	8,9	4,4	12,3

Sammenligner vi total kapitalrentabilitet med oppdrettsbransjen og de essensielle konkurrentene ser vi at SalMar utmerker seg relativt overlegent, særlig mellom årene 2017 – 2020. Resultater fra en studie gjennomført av Fiskedirektoratet viser at gjennomsnittlig driftsmargin i oppdrettsbransjen lå på ca. 18% i 2021 (Fiskeridirektoratet, 2022). Driftsmarginen og total kapitalrentabiliteten er som beregnet godt over bransjens gjennomsnitt og det kan dermed konstateres at SalMar har inntatt en sterk posisjon i forhold til lønnsomhet.

#### 4.4.2 Egenkapitalandel

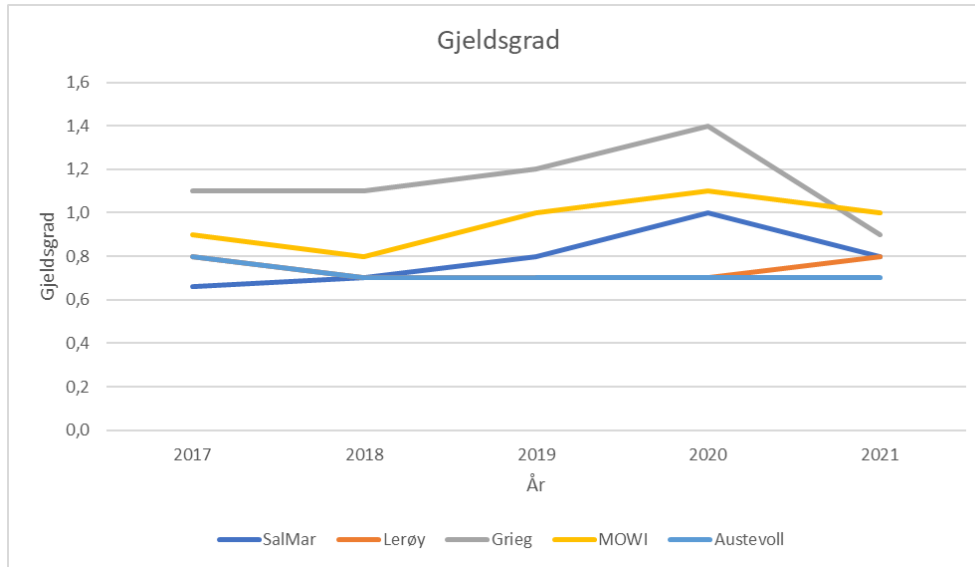


Figur 13 - Egenkapitalandel mot konkurrenter

Egenkapitalandel i %	2017	2018	2019	2020	2021
SalMar	59,3	60,4	54,2	49,9	55,1
Lerøy	56,4	60,4	58,8	58,5	56,5
Grieg	46,8	47,7	46,3	41	51,9
MOWI	53,5	56	49,5	47,3	50
Austevoll	54,3	59,2	58,6	57,9	57,5

Når vi sammenligner SalMar sin soliditet med sine konkurrenter, kommer de igjen godt ut. Vi ser derimot i 2020 at noen av selskapene hadde en dårlig trend i 2020, men at de i 2021 har klart å hente seg inn igjen. MOWI, som er SalMar sin største konkurrent, ser vi har generelt en dårligere EK-andel enn SalMar, noe vi mener er positivt med tanke på bedriftens soliditet.

### 4.4.3 Gjeldsgrad

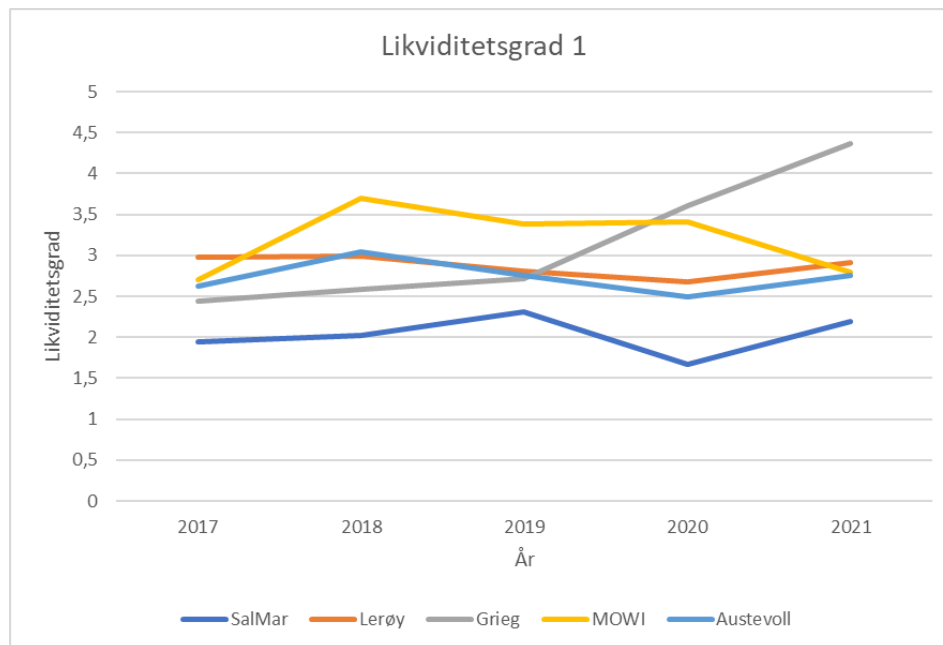


Figur 14 - Gjeldsgrad mot konkurrenter

Gjeldgrad	2017	2018	2019	2020	2021
SalMar	0,7	0,7	0,8	1	0,8
Lerøy	0,8	0,7	0,7	0,7	0,8
Grieg	1,1	1,1	1,2	1,4	0,9
MOWI	0,9	0,8	1	1,1	1
Austevoll	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7

Igjen ser vi at SalMar kommer godt ut sammenlignet med sine konkurrenter. Vi kan se eksempelvis at Grieg og MOWI har, eller har hatt, en gjeldsgrad på over 1, noe vi anser som kostbart for selskapene da konkurrentene deres har en del lavere gjeldsgrad enn de.

#### 4.4.4 Likviditetsgrad 1



Figur 15 - Likviditetsgrad 1 mot konkurrenter

Likviditetsgrad 1	2017	2018	2019	2020	2021
SalMar	1,94	2,02	2,31	1,67	2,19
Lerøy	2,98	2,99	2,81	2,68	2,91
Grieg	2,44	2,58	2,72	3,61	4,36
MOWI	2,7	3,7	3,38	3,41	2,79
Austevoll	2,63	3,04	2,76	2,49	2,76

Når vi sammenligner SalMar med sine konkurrenter på likviditetsgrad 1, ser vi at de ikke kommer like godt ut. Det kan være flere grunner til at de ligger såpass mye lavere enn sine konkurrenter, blant annet at de ikke føler et behov for reserver, eller at det er lettere å ta opp kortsiktig gjeld. Det at de er på et vesentlig lavere nivå enn konkurrentene kan by på problemer senere, så dette er et punkt SalMar bør prøve å komme nærmere konkurrentene på, selv om de ligger på et akseptabelt nivå per dags dato.

## 4.5 Oppsummering regnskapsanalyse

Vi har i denne delen av oppgaven tatt for oss en regnskapsanalyse av SalMar ASA. Her har vi sett på følgende hovedpunkter: lønnsomhet, finansiering og soliditet, og likviditet. Gjennom ulike analyser har vi funnet nøkkeltall som gir oss god innsikt i driften til SalMar og deres lønnsomhet, samt trendene de siste årene. Vi kan dermed konkludere med at SalMar drives lønnsomt, både som et selskap og sammenlignet med sine konkurrenter. Derimot har det vært en liten negativ trend årene 2019-2020, men det meste er på vei opp igjen i 2021. Denne negative perioden skyldes hovedsakelig en større økning i driftskostnader enn i driftsresultat. Tross noen litt mer negative tall de siste årene, ser vi at SalMar fremdeles er blant de mest lønnsomme innen sin bransje.

Soliditeten til SalMar er også veldig god. Her ser vi at SalMar har en evne til å tåle eventuelle tap i fremtiden, og at deres finansieringsstruktur er god og sunn. Evnen til å tåle tap er viktig for et selskap som SalMar, da de driver i en bransje som er utsatt for store endringer i prisene på det de selger til enhver tid. Så om lakseprisen skulle synke i fremtiden, noe det ikke ser ut som akkurat nå, anser vi SalMar som en aktør som skal kunne tåle en slik nedgang. Likviditeten til SalMar derimot ligger i grensen til hva vi mener er sunt for et selskap. Trenden har vært litt opp og ned, men dette skyldes hovedsakelig Covid-19, og tross restriksjoner og økte priser i 2021, har SalMar greid å snu denne i positiv retning.

Vi har i denne regnskapsanalysen benyttet oss av regnskapstallene til SalMar i perioden 2017-2021. Dette valget er nødvendigvis ikke det beste for situasjonen bransjen og verden er i per dags dato, men ved å se på utviklingen selskapet har hatt i denne perioden, greier vi å danne oss et bilde av utviklingen til SalMar og selskapets tilpasningsevne.

## 5.0 Avkastningskrav

### 5.1 Kapitalverdimodellen (CAPM)

CAPM, Capital Asset Pricing Model, bruker vi til å regne ut egenkapitalens avkastningskrav.

Formelen for å regne ut dette er som følgende:

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

Forkortelser:

$R_e$  = Avkastningskrav til egenkapitalen

$R_f$  = Risikofri rente

$\beta$  = Beta

$R_m$  = Forventet avkastning til markedet

Input	
$R_f$	2,50%
$\beta$	0,62
Markedets risikopremie	5,00%
$R_e$	5,60%

Tabell 3 - CAPM oversikt

### 5.2 Risikofri rente

Risikofri rente er et mål på den potensielle avkastningen en kunne fått dersom en hadde investert pengene sine helt risikofritt. Med andre ord det minste kravet på avkastning du bør ha, og hvis avkastningen er under denne, taper du strengt tatt penger. Ved fastsetting av risikofri rente har vi valgt å benytte oss av en studie utført av PwC utført i slutten av 2021. I denne undersøkelsen hos selskaper i det norske markedet, svarer 39% at de bruker 10-årig statsobligasjon som risikofri rente, 26% svarer at de bruker en normalisert risikofri rente og 43% bruker 3% som normalisert

risikofri rente. Dette gir oss en median for risikofri rente på 2,5% og er den risikofrie renta vi velger å benytte oss av i denne oppgaven (PwC, 2021).

### 5.3 Beta

Beta gir oss en indikasjon på hvordan en aksje korrelerer med indeks. En aksje med en beta på -1, viser en perfekt negativ korrelasjon mellom én aksje og indeks, mens en beta på 1 viser til en perfekt korrelasjon. Det er sjelden at betaen ligger lavere enn 0,5 og høyere enn 2,1. Det vanligste er at selskapene ligger på en beta mellom 0,7 og 1,3 (Boye, Koekebakker, Krakstad, & Oust, 2018). Formelen for beta er slik:

$$\beta = \frac{\text{Cov}(\text{marked, aksje})}{\text{Var}(\text{marked})}$$

Da OSEBX er svært knyttet til oljeprisen kan indeksen regnes som en volatil indeks, og betaen på 1 reflekterer ikke likt som en annen stor verdensindeks ville ha gjort. Dermed kan vi få et feilaktig bilde over korreleringen av oppdrettsselskapene og indeksen da oljeprisen drar indeksen med seg.

Gjennom en regresjonsanalyse med månedlig avkastning de siste 5 årene, har vi funnet disse betaene til de fem store oppdrettsselskapene.

Selskap	Beta
SalMar	0,62
Grieg	0,72
MOWI	0,87
Austevoll	0,88
Lerøy	0,85

Tabell 4 - Beta mot konkurrenter



Her ser vi at SalMar har lavere beta enn resten av selskapene og at de ligger under det som er vanlig at selskaper ligger på. Dette tilsier at SalMars aksjekurs korrelerer mindre med markedet enn resten.

## 5.4 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er definert ved differansen mellom den forventede avkastningen fra markedsporteføljen og den risikofrie renten. Omfanget av dette tallet er en indikasjon på hvor stor kompensasjon en investor forlanger hvis han skal investere i markedsporteføljen. Flere investorer karakteriseres som risikoaverse, som innebærer at de avviser å påta seg risiko uten at de belønnes med høyere forventet avkastning. Ifølge studien utført av PwC viste det seg at nivået på markedets risikopremie i det norske markedet var på 5,0% i 2021 og vi velger derfor å dra nytte av det tallet videre i våre beregninger.

## 5.5 WACC

Weighted Average Cost of Capital, også kalt WACC, regner ut et selskaps gjennomsnittlige kapitalkostnad.

Først må vi finne vektingen av egenkapitalkostnaden og gjeldskostnaden. Den 31.12.2021 så verdien av egenkapitalen til SalMar slik ut:

*609,60 kroner per aksje \* 117 799 999 utestående aksjer = 71,811 milliarder kroner*

For å finne den totale verdien av SalMar så må vi legge til den nettobærende gjelden.

*Enterprise value = 71,811 milliarder kroner + 4,576 milliarder kroner = 76,387 milliarder kroner*

Vektingen av gjelden blir dermed 5,99% og 94,01% på egenkapitalen.

Deretter må vi finne gjeldsgraden. For å estimere gjeldsgraden har man flere fremgangsmåter. Vi velger å benytte oss av en metode som ser på historisk betalte renter opp imot den rentebærende gjelden.

År	2017	2018	2019	2020	2021
Rentebærende gjeld	1 399 631	1 767 304	3 133 110	5 116 062	5 477 835
Betalte renter	106 961	105 137	117 406	94 637	104 481
Gjennomsnittlig lånerente	7,64%	5,9%	3,7%	1,8%	1,9%
Snitt	4,2%				

Tabell 5 - WACC

Gjennomsnittet for lånerenten er noe kunstig da koronapandemien førte med seg ekstremt lave renter. 2017 er også noe forhøyet da de betalte ned en del gjeld, men vi velger å ta den med da den stabiliserer det kunstige nivået under pandemien. Dette gir oss et snitt på 4,2%. Denne modellen kan føre med seg store svakheter da vi ikke har tatt med mulige lånebetingelser i dag i betraktningen.

WACC beregnes ut ifra følgende formel:

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

Vi setter så inn de tallene vi har kommet frem til og får en følgende WACC.

$$WACC = 5,6\% * 94,01\% + 4,2\% * 5,99\% * (1 - 0,22) = 5,46\%$$

## 6.0 Prognose av fremtidige frie kontantstrømmer (CFC)

### 6.1 Driftsinntekter

Vi velger å legge vekt på at slaktevolum og lakseprisen vil være de ledende faktorene i de framtidige driftsinntektene. Vi har dermed valgt å utføre en regresjonsanalyse med driftsinntektene som den avhengige variabelen. Slaktevolum og pris vil være de uavhengige variablene. Antagelsen til modellen baserer seg på at slaktevolum multiplisert med lakseprisen er lik driftsinntektene.

År	Driftsinntekter (NOK 1000)	GJ. Snitt. Laksepris	Slaktevolum	Pris * volum
2021	15 043 945	57,92	198 200	11 479 744
2020	12 912 341	54,34	173 500	9 427 990
2019	12 237 589	57,98	166 200	9 636 276
2018	11 342 554	59,97	159 000	9 535 230
2017	10 817 238	59,93	151 000	9 049 430

Tabell 6 - Oversikt driftsinntekter

Gjennomsnittlig laksepris og slaktevolumet er hentet fra SalMar sine årsrapporter i perioden 2017-2021.

	Koeffisient	Standardavvik	T	P-verdi	Nedrekvartil 95%	Øvrekvartil 95%
Intercept	-3 103 295,295	3 986 817,85	-0,778	0,493	-15791129,032	9584538,441
Pris*Volum	1,585	0,404	3,921	0,030	0,299	2,872

Tabell 7 - Koeffisient oversikt

	Regresjonsstatistikk
R	0,915
R Square	0,837
Adjusted R Square	0,782
Standard Error	769328,615

Tabell 8 - Regresjonsstatistikk

Ovenfor kan du se resultatene av analysen. Regresjonskoeffisienten for salgsinntektene, altså pris multiplisert med volum, er 1,585. Vi leser av analysen at variansen i driftsinntektene blir forklart med 83,7% av modellen. Avvik fra salgsinntekt og driftsinntekt kan komme av forskjellige faktorer. Vi har brukt en gjennomsnittspris gjennom året og et høyt volum av salg kan ha blitt gjennomført da lakseprisene var høyere enn snittet. Samtidig kan en volatil kronekurs påvirke inntektene.

År	2022	2023	2024	2025
Estimerte laksepriser	83,18	89,44	82	77,75

Tabell 9 - Estimerte laksepriser

I estimeringen av lakseprisen har vi valgt å bruke Fish Pools forwardpriser. Denne prisen påvirkes av forventninger til lakseprisene gjennom laksekontrakter. Lakseprisene forventes å falle etter 2023, men jo større horisonten blir, jo mindre kan man stole på estimatet.

År	2022	2023	2024	2025
Estimerte slaktevolum	214 000	228 980	245 009	262 159

Tabell 10 - Estimert slaktevolum

I perioden 2017 til 2021 har SalMar hatt en gjennomsnittlig årlig økning i slaktevolum på 7%. SalMar har selv estimert en økning på 8% i 2022 til 214 000 tonn, noe vi velger å følge. Derimot forutsetter vi en årlig økning på 7% til de neste forekommende årene, da en konstant årlig økning på 8%, anser vi å være litt for optimistisk.

Estimeringen av driftsinntektene vil bestemmes slik:

$$\text{Driftsinntekter} = -3103295,295 + 1,585(\text{pris} * \text{volum})$$

År	2022	2023	2024	2025
Estimerte driftsinntekter	25 110 529	29 357 459	28 740 524	29 203 541

Tabell 11 - Estimerte driftsinntekter

Dette tilsvarer en gjennomsnittlig økning på 5,5%. Den gjennomsnittlige økningen inkluderer ikke økningen fra 2021 til 2022, da denne veksten fører til at utviklingen ekspanderes betraktelig. Dette er forårsaket av et betydelig hopp i lakseprisen fra 2021 til 2022. Prognosene til lakseprisen er hentet ut tilsvarende dagens verdier, og har dermed valgt å bruke den gjennomsnittlige lakseprisen i 2022 som har vært med på å gi en kraftig økning i inntektene.

## 6.2 Varekostnad

For å estimere de fremtidige varekostnadene best mulig, beregner vi hvor stor andel de tidligere varekostnadene har utgjort i forhold til driftsinntektene, grunnet at de har en sterk korrelasjon.

År	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekter	10 817 238	11 342 554	12 237 589	12 912 341	15 043 945
Varekostnad	4 722 474	4 585 491	5 770 027	5 870 577	7 327 973
Andel	43,66%	40,43%	47,15%	45,46%	48,71%
Gjennomsnittlig andel	45,08%				

Tabell 12 - Andel varekostnad

Av tabellen ser vi at den gjennomsnittlige andelen er beregnet til 45,08% og som følge av den sterke korrelasjonen stoler vi på at dette er en troverdig antakelse.

Estimerte varekostnader for de neste fire årene, tatt i betraktning at de utgjør en andel på 45,08% av fremtidige driftsinntekter, er beregnet i tabellen under.

År	2022	2023	2024	2025
Estimerte driftsinntekter	25 110 529	29 357 459	28 740 524	29 203 541
Estimert varekostnad	11 319 826	13 234 343	12 956 228	13 164 956
Andel	45,08%	45,08%	45,08%	45,08%

Tabell 13 - Estimert varekostnad

### 6.3 Lønnskostnad

Vi benytter oss av samme prosedyre ved beregningen av fremtidige lønnskostnader.

Lønnskostnadene fra 2017 til 2021 har gjennomsnittlig utgjort 9,61% av driftsinntektene.

År	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekter	10 817 238	11 342 554	12 237 589	12 912 341	15 043 945
Lønn	929 100	1 040 438	1 202 494	1 319 961	1 539 686
Andel	8,59%	9,17%	9,83%	10,22%	10,23%
Gjennomsnittlig andel	9,61%				

Tabell 14 - Andel lønnskostnad

Det er imidlertid ikke sikkert at lønnskostnadene vil følge denne utviklingen årene fremover. Eksempelvis kan investeringer i nye prosjekter bidra til stigning, mens automatisert arbeidskraft har ført til nedgang, sett i forhold til driftsinntektene. Grunnet at SalMar for tiden er i en investeringsfase, forventer vi en forhøyelse av inntektene samt en tilvekst i arbeidskraften, og at lønnskostnadene av den grunn vil følge den foregående utviklingen. Vårt estimat av fremtidige lønnskostnader følger av tabellen under.

År	2022	2023	2024	2025
Estimerte driftsinntekter	25 110 529	29 357 459	28 740 524	29 203 541
Estimert Lønn	2 413 122	2 821 252	2 761 964	2 806 460
Andel	9,61%	9,61%	9,61%	9,61%

Tabell 15 - Fremtidig lønnskostnad

## 6.4 Andre driftskostnader

Andre driftskostnader vil være SalMar sine utgifter knyttet til utstyr, forbruksmateriale, vedlikehold, frakt og lignende. Alle disse kostnadene er sterkt knyttet til hva selskapets driftsinntekter vil være. Vi får ved utregning en gjennomsnittlig andel på 13,48% og anser denne som godt reflekterende med tanke på fremtidige kostander. 2017 og 2018 var både ganske høy og lav så vi mener disse «utligner» hverandre slik at rundt 13,5% er et godt nivå.

År	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekter	10 817 238	11 342 554	12 237 589	12 912 341	15 043 945
Andre driftskostnader	1 954 033	922 205	1 512 018	2 081 742	1 918 638
Andel	18,06%	8,13%	12,36%	16,12%	12,75%
Gjennomsnittlig andel	13,48%				

Tabell 16 - Andel andre driftskostnader

Vi får dermed en følgende prognose på andre driftskostnader ved å benytte oss av en andel på 13,48%.

År	2022	2023	2024	2025
Estimerte driftsinntekter	25 110 529	29 357 459	28 740 524	29 203 541
Estimerte andre driftskostnader	3 384 899	3 957 385	3 874 223	3 936 637
Andel	13,48%	13,48%	13,48%	13,48%

Tabell 17 - Fremtidige andre driftskostnader



## 6.5 Avskrivning

Som vi kan se senere antar vi at investeringer vil øke de neste årene, og da vil naturligvis avskrivningene øke i takt med dette. Historisk ser vi at andelen har økt de siste årene og vi vil dermed benytte oss av gjennomsnittlig andel ved prognosen av fremtidig kontantstrøm.

År	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekter	10 817 238	11 342 554	12 237 589	12 912 341	15 043 945
Avskrivninger	414 686	487 778	716 807	780 972	803 136
Andel	3,83%	4,30%	5,86%	6,05%	5,34%
Gjennomsnittlig andel	5,08%				

Tabell 18 - Andel avskrivninger

Ved å benytte oss av en andel på 5,08% vil vi få følgende utvikling av SalMar sine avskrivninger.

År	2022	2023	2024	2025
Estimerte driftsinntekter	25 110 529	29 357 459	28 740 524	29 203 541
Estimert avskrivninger	1 275 615	1491 359	1 460 019	1 483 540
Andel	5,08%	5,08%	5,08%	5,08%

Tabell 19 - Fremtidige avskrivninger

## 6.6 Arbeidskapital

Arbeidskapitalen er differansen mellom omløpsmidlene og den kortsiktige gjelden til et selskap, som nevnt tidligere i regnskapsanalysen. Det er en del variasjon i arbeidskapitalen de siste årene, men i snitt utgjør den rundt 30% av driftsinntektene til SalMar. Leverandørgjeld, kundefordringer og biologiske eiendeler er hovedsakelig det som utgjør arbeidskapitalen.

År	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekter	10 817 238	11 342 554	12 237 589	12 912 341	15 043 945
Arbeidskapital	2 575 752	3 489 449	4 242 330	3 181 742	5 558 159
Andel	23,81%	30,76%	34,67	24,64%	36,95%
Gjennomsnittlig andel	30,17%				

Tabell 20 - Andel arbeidskapital

Mye av grunnen til den store variasjonen til arbeidskapitalen er nemlig de biologiske eiendelene til SalMar. Dette grunnet at denne posten verdsettes til markedsverdien på balansedagen og vil dermed variere mye med tanke på lakseprisendring. Vi mener derimot at et snitt på rundt 30% er et stabilt og bra nivå for å bruke ved estimering av fremtidige kontantstrømmer, da det ikke er noen av årene med enorm forskjell fra de foregående årene.

År	2022	2023	2024	2025
Estimerte driftsinntekter	25 110 529	29 357 459	28 740 524	29 203 541
Estimert arbeidskapital	7 575 847	8 857 145	8 671 016	8 810 708
Andel	30,17%	30,17%	30,17%	30,17%
Endring	2 017 688	1 281 299	-186 129	139 692

Tabell 21 - Fremtidig arbeidskapital

## 6.7 Investeringer

Investeringer til et selskap består av ut- og innbetalinger knyttet til varige driftsmidler og immaterielle eiendeler. Det vil ikke alltid være lett å normalisere investeringene til et selskap, da historiske tall ikke alltid vil gi et rettviseende nivå for fremtiden. Historisk vil vi få en gjennomsnittlig andel på 14,38% av de årlige driftsinntektene.

År	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekter	10 817 238	11 342 554	12 237 589	12 912 341	15 043 945
Investeringer	937 084	945 997	1 347 398	3 755 385	2 224 218
Andel	8,66%	8,34%	11,01%	29,08%	14,78%
Gjennomsnittlig andel	14,38%				

Tabell 22 - Andel investeringer

Ved utregning av fremtidig kontantstrøm velger vi å skru ned andelen fra 14,38% til 11%, da vi mener koronaåret 2020, med 2021 i etterslep, feilskyver den gjennomsnittlige andelen slik at den blir for høy med tanke på de foregående årene. Med store utviklinger innen teknologi og bedre effektivisering antar vi at fremtidig investeringsnivå ikke behøver å være like høyt som de siste årene, og støtter opp vårt valg i å skru ned den gjennomsnittlige andelen til 11%.

År	2022	2023	2024	2025
Estimerte driftsinntekter	25 110 529	29 357 459	28 740 524	29 203 541
Estimert investering	2 762 158	3 229 320	3 161 458	3 212 390
Andel	11%	11%	11%	11%

Tabell 23 - Fremtidige investeringer

## 6.8 Fri kontantstrøm

Vår prognose for de neste 4 årene hos SalMar vil dermed bli seende slik ut som tabellen nedenfor. Som vi ser vil det være en ganske kraftig økning i vekst, men dette skyldes en stor økning i laksepris fra de foregående årene. Vi velger også å benytte oss av en skattesats på 22%, men denne satsen vil trolig bli høyere ved innføring av grunnrenteskatt i 2023. Som nevnt tidligere i oppgaven er dette ikke noe vi vil legge til grunn i vår besvarelse, og vi benytter oss dermed av en normal skattesats.

År	2022	2023	2024	2025
Driftsinntekter	25 110 529	29 357 459	28 740 524	29 203 541
Varekostnad	-11 319 826	-13 234 343	-12 956 228	-13 164 956
Lønnskostnader	-2 413 122	-2 821 252	-2 761 964	-2 806 460
Andre driftskostnader	-3 384 899	-3 957 385	-3 874 223	-3 936 637
<b>EBITDA</b>	7 992 681	9 344 479	9 148 109	9 295 487
Avskrivninger	-1 275 615	-1 491 359	-1 460 019	-1 483 540
<b>EBIT</b>	6 717 067	7 853 120	7 688 090	7 811 947
Skattekostnad	-1 477 755	-1 727 686	-1 691 380	-1 718 628
<b>Driftsresultat etter skatt</b>	5 239 312	6 125 434	5 996 710	6 093 319
Avskrivninger	1 275 615	1 491 359	1 460 019	1 483 540
Endring arbeidskapital	-2 017 688	-1 281 299	186 129	-139 692
Investeringer	-2 762 158	-3 229 320	-3 161 458	-3 212 390
<b>Fri kontantstrøm (FCF)</b>	1 735 081	3 106 173	4 481 401	4 224 777

Tabell 24 - Fri kontantstrøm

## 6.9 Terminalverdi

Terminalverdi, bedre kjent som horizon value, er beregnet ut fra Gordons formel.

$$\text{Gordons formel} = \frac{CF}{r - g}$$

Tidligere i oppgaven har vi funnet både CF og r, som her tilsier siste estimerte kontantstrømmen og avkastningskravet (WACC). En endring i g vil gi et betydelig utslag i utfallet, dermed er oppgaven vår å estimere denne faktoren. Vanligvis er veksten i samsvar med det langsiktige inflasjonen målet, men ikke høyere enn veksten til BNP (Ganti, 2023). Dette skal tilsi hvilken vekst SalMar vil vokse med i all fremtid. Våre estimer tilsier en betraktelig økning i lakseprisene, og per dags dato er inflasjonen høy etter koronapandemien, samtidig som rentene har økt. Økte renter fører til lavere BNP, og dermed vil BNP avta, men også hente seg inn etter koronapandemien. Vi velger dermed å sette BNP til null, og ser heller på økte laksepriser og inflasjon til å hjelpe med vekstfaktoren. Vi velger dermed å sette vekstfaktoren til 1%.

$$\text{Terminalverdi} = \frac{4\,224\,777\,000}{5,46\% - 1\%} = 94\,725\,941\,704$$

## 7.0 Verdssettelse

### 7.1 Verdssettelse etter DCF-metoden

I beregningen av terminalverdien er de prognostiserte kontantstrømmene neddiskontert med en WACC på 5,46% i tillegg til at vi har tatt høyde for en vekst på 1%. Dette gir oss følgende oppsett:

WACC	5,46%				
g	1%				
År	2022	2023	2024	2025	Terminalverdi
Fri kontantstrøm	1 735 081	3 106 173	4 481 401	4 224 777	94 725 941,704
Diskonteringsfaktor	1,0546	1,1122	1,1729	1,2369	1,2369
Nåverdi	1 645 250	2 792 866	3 820 767	3 415 488	76 580 441,087
Sum nåverdi	88 254 881,713				

Tabell 25 - Oversikt nåverdi

Med de forutsetningene vi har tatt har SalMar en virksomhetsverdi på 88 254 881 713. Den estimerte egenkapitalen finner vi om vi trekker fra netto rentebærende gjeld.

$$\text{Egenkapital} = 88\,254\,881\,713 - 4\,576\,190\,000 = 83\,678\,621\,713$$

Netto rentebærende gjeld er hentet ut fra årsrapporten 2021.

Kursmålet finner vi ved å dele egenkapitalen på antall utestående aksjer.

$$\frac{83\,678\,621\,713}{117\,799\,999} = 710,34 \text{ kroner per aksje}$$

Kursen 31.12.2021 er 609,6 kroner per aksje. Vårt kursmål er 16,53 % over denne kursen. Våre estimater har stor usikkerhet, da god vekstfaktor er vanskelig å finne. Det er også forventet en stabilisering i lakseprisen, men disse estimatene er vi også svært kritiske til.

## 7.2 Markedsbasert verdsettelse

Neste tilnærming til verdsettelse er å se på prisingen til andre like selskaper innen samme bransje. Dette gjøres ved å ta utgangspunkt i poster i regnskapene til selskapene for så å multiplisere med en faktor. Faktoren vi multipliserer med, finner vi ved å se på de sammenlignbare selskapene i bransjen. Vi vil også i denne delen forholde oss til de samme konkurrentene som vi har benyttet oss av tidligere i oppgaven med unntak av Austevoll ASA. Da selskapet leverer mye svakere enn konkurrentene fører det til at snittet blir mye lavere enn hva bransjen egentlig gir. Denne metoden kan kritiseres med at det er vanskelig å finne selskaper som kan sammenlignes på en god måte som vi kan se ved Austevoll ASA (Brealey, Myers, & Allen, 2020). Vi mener derimot at de resterende selskapene er gode å sammenligne med gitt størrelse, drift og varer.

Multiplene vi skal se på er presentert i en tabell nedenfor.

Forkortelse	Navn	Formel
P/E	Price to earnings	$\frac{\text{Market Price per share}}{\text{Earnings per share}}$
P/B	Price to book value	$\frac{\text{Market Price per share}}{\text{Bookvalue per share}}$
P/S	Price to sales	$\frac{\text{Market Price per share}}{\text{Sales value per share}}$
EV/EBIT	Enterprise value to earnings before interest and taxes	$\frac{\text{Enterprise value}}{\text{Earnings before interest and taxes}}$
EV/EBITDA	Enterprise value to earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization	$\frac{\text{Enterprise value}}{\text{Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization}}$

Tabell 26 - Oversikt multipler

### 7.2.1 P/E

Price to Earnings, pris til fortjeneste, tar for seg forholdet mellom prisen på aksjen (P) og fortjenesten til selskapet (E). Dette vil gi oss et forholdstall som har basis i resultatregnskapet. En bruker ofte P/E forholdet for å sammenligne bedrifter innen samme sektor. Det er ikke alltid lett å si hva som er en god P/E, så derfor ser man ofte til bransjen for å se hva konkurrentene ligger på. Om et selskap har høy P/E sammenlignet med bransjen, kan det fortelle oss at investorer kan forvente en høy inntjening i fremtiden og med en høy vekst. Altså aksjeverdien har økt raskere enn hva inntjeningen har økt med. Dette kan ofte bety at et selskap er overpriset, men det kan også være lurt å kjøpe selskaper med høy P/E om de skulle greie å levere det markedet forventer. Om et selskap har en lav P/E kan det ofte bety at en aksje er underpriset (Brealey, Myers, & Allen, 2020).

	SalMar	MOWI	Grieg	Lerøy
Aksjekurs	609,60	208,20	84,30	69,36
EPS (Earnings per share)	22,61	9,42	5,70	4,42
P/E	26,96	22,10	14,79	15,69
Snitt	19,89			

Tabell 27 - P/E

Som vi kan se av tabellen ovenfor så verdsetter markedet SalMar sin kontantstrøm høyest blant sine konkurrenter. Dette skyldes hovedsakelig at det er en viss usikkerhet rundt denne bransjen, da SalMar er svært følsom rundt laksepris. Lakseprisen vil så ha stor innvirkning på om SalMar kan imøtekomme forventningene til investorene. Ved å benytte oss av denne multippelen bruker vi bransjesnittet og ganger med SalMar sitt resultat per aksje.

Dette gir oss en aksjekurs på  $19,89 * 22,61 = 449,60$  kroner per aksje.



### 7.2.2 P/B

Price to book value, pris til bok, illustrerer forholdet mellom et selskaps markedsverdi og egenkapital. I beregningen av SalMars markedsverdi multipliserer vi prisen per aksje med antall aksjer, og den bokførte egenkapitalen finner vi ved differansen mellom eiendeler og gjeld. Igjen er det viktig å se på sektoren selskapet driver innenfor. En lav P/B sammenlignet med sine konkurrenter tyder ofte på et underpriset selskap, men kan også bety at det er noe alvorlig feil i selskapets drift.

	SalMar	MOWI	Grieg	Lerøy
Aksjekurs	609,60	208,20	84,30	69,36
Bokførte verdier	15 483 176 000	31 372 620 000	5 563 302 000	19 323 102 000
Antall aksjer	117 799 999	517 111 091	111 662 000	595 773 680
Bokført verdi per aksje	131,45	60,67	49,82	32,43
P/B	4,64	3,43	1,69	2,14
Snitt	2,98			

Tabell 28 - P/B

Vi ser at markedet verdsetter SalMar sin egenkapital høyest blant de største aktørene. Dette kan det være flere grunner til, men en av grunnene kan være hvor kostnadseffektivt SalMar drives. Med en multippel på 4,64, verdsetter markedet egenkapitalen til SalMar med 4,6 ganger så mye som dens bokførte verdi. Dette tyder på at det driftes godt.

Ved å benytte oss av snittet blant aktørene gir det oss følgende aksjekurs:

$2,98 * 131,45 = 391,06$  kroner per aksje. Vi får da en vesentlig lavere aksjekurs ved å benytte oss av dette snittet, som tyder på at SalMar er overpriset.

### 7.2.3 P/S

Price per Sales presenterer forholdet mellom et selskaps markedsverdi og omsetning, og beregnes ved å dividere selskapets markedsverdi med årlig salg. Dette forholdet er interessant for investorer å se på, da det viser hva markedet priser hver krone som selskapet tjener.

	<b>SalMar</b>	<b>MOWI</b>	<b>Grieg</b>	<b>Lerøy</b>
Aksjekurs	609,60	208,20	84,30	69,36
Omsetning	15 043 945 000	42 104 040 000	4 661 092 000	23 136 094 000
P/S	4,77	2,56	2,02	1,79
Snitt	2,79			

Tabell 29 - P/S

Av dette kan vi tyde at SalMar ligger godt over sine konkurrenter og drar opp snittet betraktelig på denne multippelen. Ved å benytte oss av snittet kan vi regne oss frem til følgende estimat i aksjeprisen til SalMar:

$$(2,79 * 15\,043\,945\,000) / 117\,799\,999 = 355,67 \text{ kroner per aksje.}$$

Igjen kan vi se ved dette estimatet at SalMar sin aksjepris er overpriset i markedet.

## 7.2.4 EV/EBIT

Enterprise value to earnings before interest and taxes, selskapsverdi over inntekt før renter og skatt, gir oss et nøkkeltall som sier oss hvor mye et selskap er verdt. Dette brukes for å regne ut den relative verdien til et selskap sammenlignet med konkurrenter. Om det er et høyt forhold vil det kunne tyde på at selskapet er overpriset og en investor bør selge sine aksjer, og motsatt ved et lavt forholdstall.

	SalMar	MOWI	Grieg	Lerøy
EV (milliarder kroner)	76,387	120,261	11,308	44,620
EBIT (milliarder kroner)	2,927	5,236	0,896	3,604
EV/EBIT	26,10	22,97	12,62	12,38
Snitt	18,52			

Tabell 30 - EV/EBIT

Vi ser at SalMar har en bedre EV/EBIT ratio enn de andre selskapene. Ved å benytte oss av et snitt mellom de fem konkurrentene får vi et snitt på 18,52. Ved utregning bruker vi snittet for å finne selskapsverdien til SalMar, trekker fra netto finansiell gjeld og deler på antall aksjer. Som vist i utregningen nedenfor får vi en estimert aksjekurs på 421,26 kroner per aksje.

$$\text{Aksjekurs} = \frac{(18,52 * 2,927) - 4,576}{117\,799\,999} = 421,26 \text{ kroner per aksje}$$

Vi kan av dette estimatet igjen tyde at SalMar sin aksjekurs er overpriset.

### 7.2.5 EV/EBITDA

EV/EBITDA, selskapsverdi over inntekt før renter, skatt, nedskrivninger og avskrivninger, er en ratio som bestemmer verdien til et selskap. Dette forholdet er veldig likt EV/EBIT, men tar ikke med nedskrivninger og avskrivninger. En god multiplenummer ses i sammenheng med sine konkurrenter, men en tommelfingerregel er at om den er under 7,5 er det bra å kjøpe seg inn i dette selskapet. Igjen er en lav multiplenummer en tendens på et underpriset selskap, og motsatt ved et høyt forhold. En investor bør derimot ikke stole blindt på et lavt forholdstall, da en lav multiplenummer kan bety at det er noe fundamentalt feil i selskapet og er på vei til å gå konkurs.

	SalMar	MOWI	Grieg	Lerøy
EV (milliarder kroner)	76,387	120,261	11,308	44,620
EBITDA (milliarder kroner)	3,70	6,87	0,81	3,78
EV/EBITDA	20,7	17,5	13,9	11,81
Snitt	15,98			

Tabell 31 - EV/EBITDA

Vi kan igjen fra tabellen ovenfor å se at SalMar har høyest multiplenummer sammenlignet med sine nærmeste konkurrenter, altså verdsetter markedet driften av SalMar høyest. Ved å bruke snittet på multiplenummeren kommer vi frem til følgende aksjekurs for SalMar:

$$\text{Aksjekurs} = \frac{(15,98 * 3,7) - 4,576}{117\,799\,999} = 462,99 \text{ kroner per aksje}$$

Her trekker vi fra netto finansiell gjeld fra virksomhetsverdien og deler på antall aksjer, og kommer så frem til en aksjekurs på 462,99 kroner per aksje. Igjen så gir dette estimatet et resultat i en overpriset aksje for SalMar.

### 7.2.6 Oppsummering markedsbasert verdsettelse

Vi kan i denne delen benytte oss av fem ulike multipler til å estimere aksjekursen for SalMar. For å kunne gi et best mulig estimat vil vi benytte oss av gjennomsnittet mellom disse kursmålene vi har kommet frem til. Vi har valgt å vekte alle estimatene på lik linje og viser oversikten med gjennomsnittet i tabellen nedenfor.

<b>Multipel</b>	<b>Kursmål</b>
P/E	449,60
P/B	391,06
P/S	355,67
EV/EBIT	421,26
EV/EBITDA	462,99
<b>Snitt</b>	<b>416,12</b>

*Tabell 32 - Oversikt multipel kursmål*

Vi ser at alle estimatene viser at SalMar sin aksjekurs er overpriset, men de har vurdert verdien ulikt. Ved å benytte oss av snittet på 416,12 kroner per aksje ser vi at SalMar sin aksjepris var vesentlig overpriset 31.12.2021 enn hva bransjens multippelsnitt antyder.

### 7.3 Oppsummering

Vi har i dette kapittelet forsøkt å verdsette SalMar sin aksjepris gjennom 2 ulike metoder. Fra disse to metodene ser vi at de har to veldig ulike kursmål for SalMar. Av DCF-metoden kommer det frem at SalMar sin aksjekurs den 31.12.2021 på 609,60 kroner per aksje er underpriset, mens multippelmetoden sier den er overpriset. DCF-metoden er nærmest aksjekursen, men multippelanalysen er vesentlig lavere.

Metode	Kursmål	Vektingsandel
DCF-metoden	710,34 NOK	0,70
Multippelanalyse	416,12 NOK	0,30
Endelig kursmål	<b>622,07 NOK</b>	

Tabell 33 - Oppsummering kursmål

$$\text{Aksjekurs} = 710,34 * 0,70 + 416,12 * 0,30 = 622,07 \text{ kroner per aksje}$$

Fra tabellen ovenfor kan vi se at vi har valgt å vekte de to metodene ulikt da vi regner ut kursmålet vi kommer fram til. Grunnen til at vi har valgt å vektlegge DCF-metoden høyere enn den andre er at den tar for seg hovedsakelig SalMar sine tall og gir et mer rettviseende bilde av kursmålet for dem. Den andre metoden har sine svakheter i at sammenlignbare selskaper er vanskelig å finne og det vil være større usikkerheter ved denne metoden, deriblant grunnen til at vi valgte å ikke ha med Austevoll ASA. Så ved å vektlegge DCF-metoden 70% og multippelanalysen 30% kommer vi frem til et endelig kursmål på 622,07 kroner per aksje. Dette kursmålet er om lag på hva kursen var per 31.12.2021. Av dette kan vi konkludere at SalMar er rimelig priset og vil komme med en anbefaling om å holde for investorer.

## 8.0 Sensitivitetsanalyse og diskusjon

### 8.1 Sensitivitetsanalyse

Å beregne gode vekstfaktorer og avkastningskrav er vanskelig. Derfor har vi valgt å utføre en sensitivitetsanalyse med disse faktorene som er uforutsigbare å forutse. En liten endring i disse faktorene vil føre til en stor endring i aksjeprisen. I en DCF-analyse står terminalleddet sentralt og dette blir svært påvirket av en liten endring i  $g$ , og avkastningskravet påvirker da nåverdien til kontantstrømmen og terminalleddet. Under ser vi en tabell av hvordan endringer i vekstfaktoren og avkastningskravet påvirker aksjeprisen.

$g/WACC$	4,86 %	5,06 %	5,26 %	5,46 %	5,86 %	6,06 %	6,26 %
0,70 %	774,90	736,49	701,46	669,37	612,68	587,51	564,15
0,80 %	792,46	752,34	715,82	682,44	623,61	597,56	573,42
0,90 %	810,91	768,95	730,85	696,09	634,99	608,00	583,03
1,00 %	830,32	786,38	746,58	<b>710,34</b>	646,84	618,86	593,01
1,10 %	850,75	804,69	763,06	725,26	659,18	630,15	603,37
1,20 %	872,31	823,95	780,36	740,87	672,06	641,91	614,15
1,30 %	895,08	844,23	798,53	757,23	685,50	654,16	625,35

Tabell 34 - WACC &  $g$  sensitivitetsanalyse

Den 31.12.2021 er aksjeprisen til SalMar 609,60 kroner pr aksje. I analysen ser vi at markedet forventer et høyere avkastningskrav, og dermed en lavere aksjepris enn det vi har regnet oss fram til. En antagelse kan være at markedet forventer at betaen skal stabilisere seg mot de andre selskapene, altså at SalMar korrelerer mer likt med Oslo Børs enn de andre oppdrettsbransjene. Dette skaper da et høyere avkastningskrav, og lavere aksjepris.

Beta	0,52	0,57	0,62	0,67	0,72	0,77
Terminal- verdi	105 884	99 876 524	94 725 941	89 888 872	85 695 273	81 717 156
	135 338	823	704	340	834	673
Kurs	801,27	752,31	<b>710,34</b>	670,94	636,79	604,39

Tabell 35 - Beta sensitivitetsanalyse

Ved å utføre en sensitivitetsanalyse på SalMar sin beta kan vi som nevnt tidligere se at antagelsen vi nevnte ovenfor stemmer. En høyere beta gir et høyere avkastningskrav og en mindre aksjepris.

## 8.2 Diskusjon og kritikk av oppgaven

Å spå framtiden kan bli sett på som en nærmest umulig oppgave. Et selskap blir påvirket av en rekke faktorer som er med på å påvirke aksjeprisen. Innenfor markedet til SalMar er selskapene for eksempel påvirket av konjunktursvingninger, pandemier, politikk og logistikkproblemer. Uforutsette verdensproblemer har vært med på å berøre dette selskapet markant de siste årene.

Koronapandemien førte til betydelige utfordringer for oppdrettsbransjen. En lavere inntjening ble påvirket av problemer med logistikk og nedstenging av samfunnet. Samfunnet er, for nå, fullt tilbake igjen, men har med seg skyhøy inflasjon og økte renter. Dette fører til høyere kostnader, som fører til at SalMar må bli svært bevisste på at de bruker pengene på riktig måte. Inntjeningen har nå tatt seg opp igjen, men uforutsette faktorer kan ofte forekomme og utfordre en rekke selskaper.

I 2022 kom beskjednen om en grunnrenteskatt på oppdrettsanlegg knyttet til havet. Som nevnt tidligere ligger denne med en effektiv skattesats på 35%, forslaget er dermed ikke helt bestemt, og forventningene ligger på at denne kommer til å minke, men fortsatt vil få en stor effekt på kontantstrømmen til oppdrettsselskapene. Disse eksemplene er bevis på at det å forutse framtiden er umulig, og dermed fører oppgaven med seg en rekke svakheter i beregningene våre om fremtidige kontantstrømmer. Videre skal vi forsøke å belyse svakhetene som oppstår ved bruk av de teoriene som er brukt i oppgaven.



I denne oppgaven valgte vi i hovedsak å bruke årsrapportene til SalMar som kilde. Vi har dermed bare årsrapportene fram til 2021. Med årsrapporten for 2022 ville oppgaven definitivt vært mer relevant i forhold til dagens aksjekurs, men ved bruk av estimater ville usikkerheten knyttet til tallene vært for stor. Selv om vi i Norge har et fungerende finanstilsyn, vil likevel selskapene prøve å «pynte» på regnskapstallene for å maksimere aksjonærenes verdier. Dette er svært vanskelig i Norge, så vi velger å anse denne svakheten som svært minimal.

I DCF-modellen er det en rekke forhold som skaper store usikkerheter rundt tallene. Det første er estimering av lakseprisen som står sentralt ved beregning av driftsinntekter. Denne er umulig å forutse, og kan med svært stor sannsynlighet anses som feil i kommende framtid. Det medførte også en betraktelig økning i driftsinntektene fra 2021 til 2022, da estimeringen av lakseprisen økte vesentlig fra den gjennomsnittlige prisen i 2021. Estimering av videre vekst er svært vanskelig. Den veksten som har vært tidligere vil ikke forutsette, men vår estimering kan bli sett på som kritikkverdigg.

Sammenlignet med resten av selskapene i oppdrettsbransjen har SalMar en lavere beta. Perioden fra etablering har stort sett inkludert oppgangstider, noe som ikke gjenspeiler et vanlig marked. Den vil anses å gå mot 1 i framtiden, noe vi er enige i. Dermed er bruken av betaen en svakhet i oppgaven, og kan være med å blusse opp aksjeprisen ved å gi et lavere avkastningskrav.

En perfekt korrelasjon mellom selskapene i bransjen vil ses på som svært usannsynlig og dermed vil en multippelanalyse være med på å skape usikkerhet til tallene. Å anslå en vektning mellom hvilke selskap som er like, kunne vært en løsning på problemet, men med stor usikkerhet på hvor selskapene ligger i forhold til hverandre, valgte vi å ikke gjøre det. Dermed vil vi anse multippelanalysen som kritikkverdigg og dette gjenspeiler seg i vektingen i estimeringen av aksjeprisen.

## 9.0 Konklusjon

Ved denne oppgaven var vårt formål å finne ut hva SalMar ASA er verdt per 31.12.2021.

Ved å gjennomføre strategiske analyser av SalMar kom vi frem til at SalMar stiller seg sterkt sammenlignet med de fleste konkurrentene sine på de fleste områdene. De er fremdeles utsatt for trusler gjennom miljøendringer, politikk, fiskehelse og renommé.

Videre utførte vi en regnskapsanalyse av SalMar som igjen viser at de kommer godt ut sammenlignet med sine største konkurrenter. Spesielt ved total kapitalrentabiliteten er SalMar soleklart mye sterkere enn konkurrentene. Derimot har SalMar en litt svakere likviditetsgrad enn de fleste, og er et punkt vi har trukket frem hvor SalMar bør forbedre seg på.

Ved vår verdsettelse av SalMar utførte vi to ulike analysemetoder, DCF-metoden og en multippelanalyse. Av disse to kom vi frem til kursmål på henholdsvis 710,34 NOK og 416,12 NOK per aksje. Vi valgte deretter å vekte de to aksjene ulikt ved vårt endelige kursmål, da vi mener DCF-metoden er mer nøyaktig og ikke blir like skeivfordelt av sine konkurrenter som multippelanalysen kan bli. Ved å vekte DCF 70% og multippel 30% kom vi frem til et endelig kursmål på 622,07 kroner per aksje, som er en liten oppgang fra kursmålet 31.12.2021 som var 609,60 kroner per aksje. Dette tilsier at aksjen er rimelig priset, og vi vil gi en anbefaling om å holde på SalMar ASA for investorer.

## 10.0 Kildeliste

- Austevoll Seafood ASA. (2022). *Annual report 2021*. Austevoll: Austevoll Seafood ASA.  
Retrieved from <https://www.auss.no/media/1430/annual-report-2021-auss-spread.pdf>
- Austevoll Seafood ASA. (2023). *Austevoll Seafood*. Retrieved Februar 4, 2023, from <https://www.auss.no/overview/about/>
- Boye, K., Koekebakker, S., Krakstad, S. O., & Oust, A. (2018). *Finansielle emner* (15 ed.). Oslo: Cappelen Damm AS.
- Brealey, R., Myers, S., & Allen, F. (2020). *Principles of corporate finance* (13th ed.). New York: McGraw-Hill Education.
- Bærekraft i havbruk. (2023). *barentswatch.no*. Retrieved Februar 17, 2023, from <https://www.barentswatch.no/havbruk/romming>
- CompaniesMarketcap. (2023). *CompaniesMarketcap.com*. Retrieved Februar 2, 2023, from <https://companiesmarketcap.com/mowi/marketcap/>
- E24. (2022). *e24.no*. Retrieved Februar 7, 2023, from <https://e24.no/boers-og-finans/i/rlWB2m/over-en-fjerdedel-av-salmars-markedsverdi-forduftet>
- E24. (2022). *e24.no*. Retrieved 13 April, 2023, from <https://e24.no/boers-og-finans/i/G37GdB/salmar-kjoeper-norway-royal-salmon>
- E24. (2022). *E24.no*. Retrieved Februar 8, 2023, from <https://e24.no/hav-og-sjoemat/i/rE7oWe/salmar-vil-stoette-ukraina-handler-for-av-selskaper-med-russervirksomhet>
- Erichsen, M., Solberg, F., & Stiklestad, T. (2018). *Ledelse i små og mellomstore virksomheter* (2. ed.). Bergen: Fagbokforlaget.
- Fiskeridirektoratet . (2022). *Fiskeridirektoratet.no*. Retrieved Februar 16, 2023, from <https://www.fiskeridir.no/Yrkesfiske/Nyheter/2022/litt-bedre-lonnsomhet-men-fortsatt-hoye-kostnader-for-produzentene-av-laks-og-regnbueorret-i-2021>
- Fjeldstad, Ø. D., & Lunnan, R. (2021). *Strategi* (2 ed.). Bergen: Fagbokforlaget.

Ganti, A. (2023). *investopedia.com*. Retrieved Mars 9, 2023, from <https://www.investopedia.com/terms/t/terminalvalue.asp>

Grieg Group. (2022). *Annual report 2021*. Bergen: Grieg Group. Retrieved from <https://grieg.no/report/annual-report-2021/>

Grieg Seafood ASA. (2023). *griegseafood.no*. Retrieved Februar 5, 2023, from <https://griegseafood.com/about-us>

Havforskningsinstituttet. (2020). *Dette er trafikklyssystemet*. Retrieved Mars 14, 2023, from <https://www.hi.no/hi/nyheter/2020/februar/trafikklys>

ilaks. (2019). *ilaks.no*. Retrieved Februar 2, 2023, from <https://ilaks.no/kina-opphever-utestengelse-av-salmar-leroy-og-nordlaks/>

Laksefakta. (2021). *Laksefakta.no*. Retrieved April 13, 2023, from <https://laksefakta.no/sunnhet-og-helse/laks-til-middag/>

Leroy Seafood ASA. (2022). *Annual report 2021*. Bergen: Leroy Seafood ASA. Retrieved from <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02--documents/arsrapport-2021/lsg-aarsrapport-2021.pdf>

Lerøy Seafood ASA. (2022). *leroyseafood.com*. Retrieved Februar 2, 2023, from <https://www.leroyseafood.com/no/om-leroy/om-oss/>

MOWI ASA. (2021). *Annual report 2021*. Bergen: MOWI ASA. Retrieved from [https://mowi.com/wp-content/uploads/2022/03/Mowi\\_Annual\\_Report\\_2021.pdf](https://mowi.com/wp-content/uploads/2022/03/Mowi_Annual_Report_2021.pdf)

MOWI ASA. (2023). *Mowi*. Retrieved Februar 2, 2023, from <https://mowi.com/no/laks/>

Norges sjømatråd. (2023). *Seafood*. Retrieved Januar 26, 2023, from <https://seafood.no/markedsinnsikt/nokkeltall/>

Norges Bank. (2023). *norges-bank.no*. Retrieved Februar 9, 2023, from [www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Rentemoter/2023/januar-2023/](http://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Rentemoter/2023/januar-2023/)

Norges sjømatråd. (2017). *Seafood.no*. Retrieved Februar 7, 2023, from <https://seafood.no/aktuelt/Fisketanker/hva-skjer-nar-russland-ikke-har-norsk-laks/>

Norges sjømatråd. (2022). *Seafood.no*. Retrieved April 13, 2023, from <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/skandinaver-er-verdensmestere-i-laksespising/>

Orkla. (2023). *mynewsdesk.com*. Retrieved Februar 15, 2023, from [https://www.mynewsdesk.com/no/orklanorge/pressreleases/stadig-flere-velger-plantebasert-3228989?utm\\_source=rss&utm\\_medium=rss&utm\\_campaign=Alert&utm\\_content=press-release](https://www.mynewsdesk.com/no/orklanorge/pressreleases/stadig-flere-velger-plantebasert-3228989?utm_source=rss&utm_medium=rss&utm_campaign=Alert&utm_content=press-release)

PwC. (2021). *PwC*. Retrieved Februar 16, 23, from <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2021.pdf>

Regjeringen. (2010). *Regjeringen.no*. Retrieved Februar 3, 2023, from <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2010-14/id628603/?ch=8>

SalMar ASA. (2022). *salmar.no*. Retrieved 13 April, 2023, from <https://www.salmar.no/salmar-i-dag/>

SalMar ASA. (2022). *Salmar.no*. Retrieved Februar 2, 2023, from <https://www.salmar.no/en/offshore-fish-farming-a-new-era/>

SalMar ASA. (2022). *Salmar.no*. Retrieved Februar 2, 2023, from <https://www.salmar.no/innovamar-fra-drom-til-virkelighet/>

SalMar ASA. (2022, Januar 26). *Salmar.no*. Retrieved Januar 26, 2023, from <https://www.salmar.no/historie/>

SalMar ASA. (2022). *Salmar.no*. Retrieved Februar 3, 2023, from <https://www.salmar.no/vare-virksomhetsomrader/>

snl.no. (2023). *Fiskeoppdrett*. Retrieved Februar 2, 2023, from <https://snl.no/fiskeoppdrett>

SSB. (2023). *ssb.no*. Retrieved Februar 14, 2023, from <https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/konsumpriser/statistikk/konsumprisindeksen>

