



Daniel Halvorsen Bergebakken

SalMar ASA

Fundamental verdsettelse og strategisk analyse

**Masteroppgave våren 2023
OsloMet – storbyuniversitetet
Handelshøyskolen (HHS)**

Masterstudiet i økonomi og administrasjon

Sammendrag

Formålet med avhandlingen er å estimere aksjekursen til SalMar ASA, heretter kalt SalMar. SalMar er et av verdens største oppdrettsselskaper av atlantisk laks. Med utgangspunkt i problemstillingen: *Hva er den fundamentale aksjekursen til SalMar ASA per 31.12.2022?* har jeg foretatt en verdsettelse av SalMar ASA. Underveis har jeg benyttet ulike verdsettelsesteknikker. Hovedteknikken er en fundamental verdsettelse som bygger på ideen om nåverdi av fremtidig kontantstrøm. For å belyse utfordringene rundt prognostisering av fremtidig kontantstrøm, har jeg gjennomført en sensitivetsanalyse. Jeg har støttet oppunder den fundamentale verdsettelsen med en komparativ verdsettelse basert på multippelanalyse og en opsjonsbasert verdsettelse. Avslutningsvis har jeg presentert en handlingsstrategi for aksjeeiere av SalMar basert på kursestimat sammenlignet med den faktiske aksjekursen per 31.12.2022.

Basert på analysene som er utført, herunder historiske regnskapstall, lønnsomhetsanalyse, strategisk analyse og fundamental, komparativ og opsjonsbasert verdsettelse, estimerte jeg en aksjekurs på 392,80 NOK. Kursmålet gir en differansen fra den reelle aksjekursen på 2,04%, som danner grunnlaget for en hold-anbefaling.

Summary

The purpose of the thesis is to estimate the value per share of SalMar ASA. SalMar is one of world's largest farmers of Atlantic Salmon. I have answered the research question: *What is the fundamental value per share of SalMar ASA as of 31.12.2022?* by using different valuation techniques. The primary technique is the discounted cash flow method. To highlight the challenges with this method, I have carried out a sensitivity analysis. I have supported the fundamental analysis by carrying out a comparable company analysis based on multiples and an option-based valuation to estimate the value per share.

The results from the different analysis, including historical accounting figures, profitability analysis, strategic analysis, and the fundamental, comparable, and option-based valuation, I estimated the value per share as of 31.12.2022 to 392,80 NOK. The estimate differs from the market share price with 2.04%, which forms the basis for a hold recommendation.

Forord

Masteravhandlingen ble skrevet som siste og avsluttende del av masterstudiet innen økonomi og administrasjon ved Oslo Metropolitan University. Jeg har hatt finansiell økonomi som hovedprofil og økonomisk analyse som støtteprofil, som støtter oppunder spesialiseringen innen økonomisk analyse fra bachelor-nivå.

Jeg fant ut relativt tidlig at jeg ønsket å skrive alene og innenfor temaet verdsettelse. Årsaken var at jeg ønsket å dykke dypere inn i materien og sette meg inn i komplekse situasjoner for å tilegne meg kunnskap på ulike områder. Valget av temaet verdsettelse falt naturlig for meg, da jeg tidligere har gjennomført ulike kurs hvor verdsettelse av ulike instrumenter var kjerneverdien. Basert på kursene, har jeg fått interesse for området, og dette var årsaken til at jeg ønsket mer inngående kunnskap og forståelse om hva som skal til for å analysere et selskap.

Valg av selskap og bransje baserte seg på fremtidsutsikter og hvilken interesse jeg selv har for området. Oppdrettsbransjens mål om å produsere sunn og næringsrik mat vil fortsette å vokse i takt med populasjonsveksten i samfunnet. Jeg ønsket å skrive masteroppgaven med utgangspunkt i SalMar på grunn av at de er et av verdens største oppdrettsselskaper av atlantisk laks. I tillegg er selskapet børsnotert som gjør at informasjonstilgangen og sammenlikningsgrunnlaget blir mer pålitelig.

Arbeidet med avhandlingen våren 2023 har vært svært lærerik, spennende og ikke minst krevende. Likevel er jeg stolt av produktet jeg har levert og ydmyk for å få lov til å kunne tilegne meg denne kunnskapen.

Avslutningsvis vil jeg rette en stor takk til veilederen min, Sturla Fjesme, for gode råd, støtte og verdifulle innspill gjennom hele prosessen.

Oslo, mai 2023

Daniel Halvorsen Bergebakken

Daniel Halvorsen Bergebakken

Innholdsfortegnelse

Sammendrag	1
Summary	1
Forord	2
Figurliste	7
Tabelliste	8
Formelliste	9
1. Introduksjon	10
1.1 Motivasjon og relevans	10
1.2 Målsetting og problemstilling	10
1.3 Avgrensninger og forutsetninger	11
2. Presentasjon av SalMar og oppdrettsbransjen	11
2.1 SalMar ASA	11
2.1.1 Historie	12
2.1.2 Segmenter	12
2.1.3 Aksjekurs	13
2.1.4 Strategi og visjon	13
2.1.5 Oppdrett	15
2.2 Bransjen	16
2.2.1 Matvare	18
2.2.2 Forurensing, miljø og sykdom	18
2.2.3 Pris- og kostnadsutvikling	20
2.2.4 Komparative selskaper	21
2.2.5 Oppsummering av bransjen	23
3. Teori	23
3.1 Verdivurderingsmetoder	24
3.1.1 Fundamental verdsettelse	24
3.1.2 Komparativ verdsettelse	25

3.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse	26
3.2 Valg av metode	27
3.2.1 Tilgang på informasjon	27
3.2.2 Tid til disposisjon	28
3.2.3 Krav til pålitelighet	28
3.2.4 Bransje.....	28
3.2.5 Fase i livssyklusen.....	28
3.3 Rammeverk.....	29
3.4 Strategisk analyse.....	30
3.4.1 PESTEL-analyse	31
3.4.2 Porters fem krefter	31
3.4.3 VRIO	32
3.4.5 SWOT	32
4. Metode.....	33
4.1 Design	33
4.2 Valg av samfunnsvitenskapelig metode.....	34
4.3 Datainnsamling	34
4.4 Estimering	35
4.5 Gyldighet og troverdighet.....	36
5. Analyse av historisk informasjon.....	37
5.1 Analyseperiode	38
5.2 Analyse av regnskapstall	38
5.2.1 Historiske regnskapstall.....	38
5.2.2 Omgruppering av regnskapet.....	41
5.2.3 Omgruppert balanseoppstilling.....	44
5.3 Analyse av lønnsomhet.....	47
5.3.1 Egenkapitalrentabilitet	48
5.3.2 Totalkapitalrentabilitet.....	48
5.3.3 Kortsiktig risiko - likviditet	49
5.3.4 Langsiktig risiko - soliditet.....	51
5.3.5 Avkastning på investert kapital (ROIC)	53
5.4 Nøkkeltallsanalyse	54

5.4.1 Salgsinntekt og varekostnader	54
5.4.2 EBITDA, arbeidskapital & andre driftskostnader	55
6. Strategisk analyse	55
6.1 PESTEL	55
6.1.1 Politiske & juridiske forhold.....	55
6.1.2 Økonomiske forhold.....	56
6.1.3 Sosiokulturelle forhold	58
6.1.4 Teknologiske forhold	58
6.1.5 Miljømessige forhold.....	59
6.1.6 Oppsummering av PESTEL	59
6.2 Porters fem krefter	60
6.2.1 Trussel fra nye aktører	60
6.2.2 Kundenes forhandlingsmakt.....	61
6.2.3 Trussel fra substitutter	61
6.2.4 Trussel fra leverandører	62
6.2.5 Trussel fra konkurrenter	62
6.2.6 Oppsummering av Porters fem krefter	63
6.3 Intern analyse - VRIO	63
6.3.1 Teknologi og utvikling	63
6.3.2 Lokalisering.....	64
6.3.3 Produktfokus.....	65
6.4.4 VRIO oppsummert.....	66
6.4 Oppsummering av strategisk analyse – SWOT	66
7. Avkastningskrav	67
7.1 Egenkapitalkostnad.....	68
7.1.1 Risikofri rente.....	68
7.1.2 Markedets risikopremie	69
7.1.3 Egenkapitalbeta	69
7.1.4 Oppsummering av egenkapitalkostnad	70
7.2 Gjeldskostnad.....	71
7.3 WACC.....	72
8. Fundamental verdsettelse	73
8.1 Prognose av fremtidig kontantstrøm	73

8.2 Prognosemodeller	74
8.3 Prognoseposter	75
8.3.1 Salgsinntekter	75
8.3.2 Varekostnad.....	76
8.3.3 Lønns- og personalkostnader.....	76
8.3.4 Andre driftskostnader	76
8.3.5 CapEx	77
8.3.6 Arbeidskapital	77
8.3.7 Skatt.....	77
8.4 FCF – fri kontantstrøm	78
8.5 Terminalverdi.....	78
8.6 Diskontert kontantstrøm.....	79
8.7 Sensitivitetsanalyse	80
8.7.1 Utvidet sensitivitetsanalyse	81
8.8 Aksjekursutvikling ved justert grunnrenteskatt.....	85
9. Komparativ verdsettelse.....	86
9.1 Pris / bok.....	86
9.2 Pris / fortjeneste (P/E).....	87
9.3 Enterprise Value / EBITDA	87
9.4 Enterprise Value / GWT	88
9.5 Komparativ verdsettelse oppsummert.....	89
10. Opsjonsbasert verdsettelse	89
11. Oppsummering	91
12. Handlingsstrategi	92
Referanseliste.....	94

Figurliste

Figur 1 SalMars historie oppsummert (SalMar ASA, 2023, s. 9-10).....	12
Figur 2 SalMars historiske aksjekursutvikling	13
Figur 3 Oppdrett fra start til slutt.....	15
Figur 4 Overlevelsesrate.....	16
Figur 5 Eksportverdi laks siste 10 år	17
Figur 6 Eksportert mengde siste 10 år	18
Figur 7 Antall leppefisk	19
Figur 8 Lokalteter over lusegrensen per år	20
Figur 9 Historisk kilopris (NOK) for fersk laks	20
Figur 10 Gjennomsnittlig produksjonskostnader per kg laks.....	21
Figur 11 The world`s largest Salmon farmers (Berge, 2020)	22
Figur 12 Rammeverk for fundamental verdsettelse	29
Figur 13 Porters fem krefter.....	32
Figur 14 Omgrupperte balanseposter (Kaldestad & Møller, 2016, s. 36)	44
Figur 15 Egenkapitalrentabilitet, SalMar og bransjeutvalget.....	48
Figur 16 Totalkapitalrentabilitet, SalMar & bransjeutvalget.....	49
Figur 17 Likviditetsgrad 1 og 2, SalMar og bransjeutvalget	50
Figur 18 Finansieringsgrad 1, SalMar og bransjeutvalget.....	51
Figur 19 Egenkapitalandel, SalMar og bransjeutvalget.....	52
Figur 20 Gjeldsgrad, SalMar og bransjeutvalget	53
Figur 21 Utviklingen til NOPLAT & investert kapital	53
Figur 22 Regresjon, SalMar vs. OSEBX	70
Figur 23 Terminalverditvikling ved høyere risikofri rente.....	81
Figur 24 Terminalverdi ved lavere risikofri rente.....	82
Figur 25 Terminalverdi med økt egenkapitalbeta	82
Figur 26 Terminalverdi ved nedjustert beta	83
Figur 27 Terminalverdi ved oppjustert markedspremie	83
Figur 28 Terminalverdi ved nedjustert markedspremie	84
Figur 29 Sensitivitetsanalyse oppsummert	85
Figur 30 Aksjekursutvikling ved justert grunnrenteskatt	85
Figur 31 Handlingsstrategi.....	93

Tabelliste

Tabell 1 Driftsresultat.....	38
Tabell 2 Balanseregnskap	40
Tabell 3 Omgruppert resultatregnskap.....	43
Tabell 4 Omgruppert balanseoppstilling.....	47
Tabell 5 Eiendeler, arbeidskapital & investert kapital	47
Tabell 6 Avkastning på Investert kapital (ROIC).....	54
Tabell 7 Nøkkeltall	54
Tabell 8 SWOT-analyse.....	67
Tabell 9 Gjeldskostnad	72
Tabell 10 Oppsummerte avkastningskrav & WACC.....	72
Tabell 11 Slaktevolum, inntjening og salgsinntekter.....	75
Tabell 12 Spotpris x slaktevolum av totale salgsinntekter.....	75
Tabell 13 Varekostnadsvekst sammenlignet med salgsinntektsvekst	76
Tabell 14 Lønns- og personellkostnader.....	76
Tabell 15 Andre driftskostnader	76
Tabell 16 CapEx	77
Tabell 17 Arbeidskapital	77
Tabell 18 Fri kontantstrøm (FCF)	78
Tabell 19 Terminalverdi	79
Tabell 20 Diskontert kontantstrøm og aksjekurs.....	80
Tabell 21 Sensitivitetsanalyse	80
Tabell 22 Pris / Bok.....	87
Tabell 23 P/E.....	87
Tabell 24 Enterprise Value / EBITDA.....	88
Tabell 25 Enterprise Value / GWT.....	88
Tabell 26 Oppsummering komparativ verdsettelse	89
Tabell 27 Opsjonsbasert verdsettelse.....	91
Tabell 28 Aksjekurs per 31.12.2022.....	93

Formelliste

Formel 1 Diskontert kontantstrøm	25
Formel 2 Diskontert kontantstrøm med vekstfaktor og fleksibilitet.....	27
Formel 3 Likviditetsgrad 1	50
Formel 4 Likviditetsgrad 2	50
Formel 5 Egenkapitalandel.....	52
Formel 6 WACC	67
Formel 7 Kapitalverdimodellen (CAPM).....	68
Formel 8 Egenkapitalbeta.....	69
Formel 9 Egenkapitalkostnad	71
Formel 10 Terminalverdi.....	79
Formel 11 Black Scholes	90
Formel 12 d_1	90
Formel 13 d_2	90

1. Introduksjon

I dette kapittelet skal jeg gjøre rede for min motivasjon for temaet og oppgavens relevans. Videre skal jeg presentere formålet og problemstillingen til oppgaven. Til sist vil jeg redegjøre for avgrensninger og forutsetninger for oppgaven videre.

1.1 Motivasjon og relevans

I løpet av mine fem år på siviløkonomstudiet har jeg hatt sterk interesse for verdsettelse og prising. Hovedprofilen finansiell økonomi og støtteprofil i økonomisk analyse har stått sentralt for å forstå hvordan selskaper prises i markedet, og hva som driver fluktuationene i aksjeprisene. En verdsettelsesavhandling har også praktisk betydning i arbeidslivet, da en slik utredning kombinerer ulike aspekter som strategi, regnskap, analyse og finans.

Hav- og oppdrettsnæringen har hatt stor vekst de siste årene. Næringen har gjort at Norge leder an i utviklingen av bærekraftig akvakultur, og i 2022 ble det eksportert fisk for mer enn 100 milliarder kroner. En næring av denne størrelsen fant jeg derfor svært interessant. SalMar er et av verdens største oppdrettsselskaper av atlantisk laks som produserer bærekraftig mat, arbeidsplasser og verdi for Norge. Innen 2030 må kloden produsere 70% mer mat enn dags dato, som gjør at SalMar vil ha en viktig rolle i utviklingen av bærekraftige råvarer og eksport (SalMar ASA, u.å. a).

Oppdrettsnæringen er mye omtalt i media på grunn av store profitter, utbytter og rike eier som tjener store penger. Bransjen er likevel strengt regulert, og etter at regjeringen høsten 2022 presenterte grunnrenteskatt i oppdrettsnæringen med virkning fra 01.01.23, ble det store fluktuationer i aksjekursene. Avhandlingen vil ta hensyn til dette gjennom ulike analysere som blir brukt til aksjekursestimeringen.

1.2 Målsetting og problemstilling

Målet med avhandlingen er å analysere selskapet SalMar for å danne grunnlaget for estimeringen av aksjekursen per 31.12.2022. Estimater vil bli brukt til å presentere en handlingsstrategi med utgangspunkt i den reelle aksjekursen per 31.12.2022.

Avhandlingens problemstilling er:

Hva er den fundamentale aksjekursen til SalMar ASA per 31.12.2022?

1.3 Avgrensninger og forutsetninger

Avhandlingen benytter tidsperioden 2017-2022. Jeg anser seks år med regnskapsdata tilstrekkelig for å utføre en god analyse. Rapporter og endringer før 2017 og etter 2022 vil ikke bli hensyntatt. Alle tall i oppgaven vil være i norske kroner (NOK) da SalMar oppgir NOK som valuta i sine rapporter. Avhandlingen vil bare benytte de konsoliderte rapportene, og vil derfor ikke anvende data fra ulike datterselskap. Årsaken til at jeg benytter seks år med data vil jeg komme tilbake til i kapittel 5.

For de komparative selskapene i avhandlingen benyttes tidsperioden 2017-2022. Oppgaven vil være investorrettet, det vil si at avhandlingen kun vil benytte offentlig informasjon som regnskapstall, publikasjoner, artikler og liknende. Mowi ASA benytter euro som valutaspråk i sine rapporter. Følgelig må euro veksles til norske kroner i den komparative verdsettelsen. For Mowi ASA benyttes valutakursen per 31.12.22 som var tilnærmet lik 10,51 NOK/euro.

2. Presentasjon av SalMar og oppdrettsbransjen

I dette kapittelet skal jeg starte med å introdusere SalMar som selskap. Videre presenteres bransjen og de komparative selskapene.

2.1 SalMar ASA

SalMar hadde i 2022 et slaktevolum på 211 600 tonn sløyd vekt, inkludert Skottland og Island, som i likhet med tidligere år har vært rekord, med unntak av 2015, 2016 og 2017 (SalMar ASA, u.å. b). Selskapet var i 2022 representert i overkant av 50 land, hvorav det ble servert nesten to milliarder porsjoner med SalMar-laks (SalMar ASA, 2023, s. 7). SalMar hadde samme år et driftsresultat på 4 738 MNOK (SalMar ASA, 2023, s. 98).

2.1.1 Historie

SalMar ble etablert februar 1991 på Frøya i Sør-Trøndelag. SalMar ble grunnlagt med utgangspunkt i et konkursbo som besto av en konsesjon for oppdrett av laks og et slakt- og bearbeidingsanlegg (SalMar ASA, u.å. b). Etter etableringen av SalMar var driften rettet inn mot bearbeiding av frossen laks. Samme år ble starten på en betydelig strukturell endring og industriell utvikling i det som den gang var norsk oppdrettsnæring (SalMar ASA, u.å. b). I Figur 1, presenterer jeg kort historien om SalMar.

1991
SalMar ble grunnlagt på Frøya etter oppkjøp av et konkursbo bestående av en konsesjon.
1992 - 1997
Kjøp av to nye konsesjoner for oppdrett i Midt-Norge. Oppkjøp av Follasmolt AS. Startet med smoltproduksjon. Utvidelse av anlegget på Frøya for bedre kapasitet. Kverva Holding AS blir eneier av SalMar.
2000 - 2010
Slaktevolumet økte fra 11 000 tonn til 79 000 tonn sløyd vekt. Oppkjøp av flere oppdrettselskaper. Etablering utenfor Norge med selskapet Norskott Havbruk AS, en joint venture med Lerøy Seafood Group. Børsnotering i 2007. Økning fra 3 til 33 konsesjoner totalt.
2011 - 2018
Økte slaktevolumet fra 104 000 tonn til 159 000 tonn sløyd vekt. Oppkjøp av flere selskaper og salg av eierandeler i Bakkafrost P/f. Bytte av CEO flere ganger. Oppstart av "Ocean Farm 1", verdens første offshore oppdrettsanlegg.
2019 - 2020
Gustav Witzø blir ny CEO. Byggeprosessen av det nye oppdrettsanlegget på Senja starter (InnovaNor). Børsnoterte Icelandic Salmon på Euronext Growth, som førte til at eierandelen til Salmar ble redusert til 51%.
2021 - 2022
Slaktevolum i 2021 er 198 200 tonn sløyd vekt. InnovaNor er operativt fra 4. kvartal. Strategisk samarbeid med Aker ASA gjennom SalMar Aker Ocean, for å etablere et globalt offshore oppdrettselskap. Forsterket tilstedeværelsen i Shetland-området gjennom oppkjøp. Oppkjøp og sammenslåing med NRS og NTS. Ferdig med konstruksjonen til et nytt smolt-anlegg på Senja.

Figur 1 SalMars historie oppsummert (SalMar ASA, 2023, s. 9-10)

2.1.2 Segmenter

SalMar deler driften inn i fem segmenter, henholdsvis fiskeoppdrett Midt-Norge, fiskeoppdrett Nord-Norge, fiskeoppdrett Icelandic Salmon, SalMar Aker Ocean og Salg (SalMar ASA, 2023, s. 14). Icelandic Salmon ble et eget segment i 2019 etter at SalMar kjøpte seg opp med over 50% av aksjene. Icelandic Salmon er Islands største oppdrettselskap som er selvdrevet og helintegrert med egne smoltanlegg, sjølokaliteter, slakteanlegg og salgsapparat. (SalMar ASA, 2020a, s. 20). Utviklingen i Icelandic Salmon er fremdeles i en tidlig fase, men i 2021 besluttet man å gjennomføre viktige tiltak som har gitt bedre biologiske og økonomiske resultater. Tiltakene er blant annet

oppkjøp av to smoltanlegg som forbedrer kapasiteten, og lansering en ny merkevare som utvider produktporteføljen (SalMar ASA, 2022, s. 16). Oppdrettsanlegget i Midt-Norge er det største med konsesjoner verdt 84 749 tonn MTB. Betegnelsen MTB er forkortelsen til «maksimalt tillatt biomasse». Et selskaps MTB regulerer hvor mye levende fisk selskapet kan ha i sjøen til enhver tid og måles enten i kilo eller tonn (Fiskeridirektoratet, u.å.). I Nord-Norge har SalMar lisenser til oppdrett av 75 166 tonn MTB, Icelandic Salmon har lisenser verdt 23 700 tonn MTB og SalMar Aker Ocean har lisenser til 6 304 tonn MTB (SalMar ASA, 2023, s. 14).

2.1.3 Aksjekurs

Figur 2 viser utviklingen i SalMars aksjekurs de siste ti årene. Kursen har siden handelsslutt 02. januar 2013 steget fra 46 NOK, til 399,20 NOK den 12. januar 2023. Aksjekursen har steget jevnt de siste ti årene med unntak av et par store fall. Det første fallet kom i forbindelse med Covid-19 mars 2020, til sammenligning falt hovedindeksen på Oslo Børs mer enn 30%. Det andre kursfallet kom i kjølvannet av regjeringens forslag i september 2022 om 40% grunnrenteskatt.



Figur 2 SalMars historiske aksjekursutvikling

2.1.4 Strategi og visjon

Begrepet strategi kan forklares som en portefølje med tiltak og handlinger som skal hjelpe et selskap med å nå sine kortsiktige og langsiktige mål (Roos et al., 2021, s. 13). Et selskaps visjon skal være idealet til selskapet. Det skal være grunnmuren til

hvorfor man har startet og hvorfor man ønsker å drive selskapet videre (Quinsgaard, 2019).

SalMars ambisjon er å være verdens beste oppdrettsselskap, hvor visjonen er «Passion for Salmon» (SalMar ASA, 2021, s. 63). SalMar skal være bransjens drivere innen bærekraft, og dette skal de gjøre ved å fortsette arbeidet med oppdrett av atlantisk laks til land og til havs. Oppdrettsanlegg i åpent hav vil løse mye av problemene med arealtilgang og biologi, i tillegg til at man videreutvikler prinsippet med at oppdrett av atlantisk laks skal skje på laksens betingelser (SalMar ASA, 2021, s. 63). SalMar har på bakgrunn av det ovennevnte to vekstrategier: kystbasert oppdrett og havbasert oppdrett (SalMar ASA, 2021, s. 63). Kystbasert oppdrett vil være den største operasjonelle delen og vil skje slik vi kjenner den i dag, men med videre teknologisk utvikling og attraktive oppkjøp. SalMar er verdens første selskap til å starte opp offshore-oppdrett. Offshore-oppdrett har siden 2016 blitt driftet av Ocean Farm 1 som er et datterselskap av SalMar Aker Ocean, som igjen er et datterselskap av SalMar. Ocean Farm 1 er et selskap der SalMar og Aker ASA samarbeider om å drive et bærekraftig og lønnsomt oppdrettsanlegg til havs utenfor Frøya (SalMar ASA, 2022, s. 11). SalMar Aker Ocean har planer om å utvide kapasiteten med en serie av nye offshore oppdrettsanlegg, men dette er fremdeles i planleggingsfasen (SalMar Aker Ocean, 2021).

I produksjon- og oppdrettsfasen er hovedfokuset at det skal skje på laksens egne betingelser, i tillegg til at selskapet skal opptre utmerket i samtlige deler av produksjonen. Visjonen «Passion for Salmon» bygger på at det er den menneskelige interesse og motivasjon som har hovedfokus, da det er selskapets ansatte som er motoren som sikrer effektivitet, nøyaktighet og resultater (SalMar ASA, u.å. c).

SalMar opererer med to klare mål som er organet i selskapets strategiske fundament, og er spesielt rettet mot den operative virksomheten.

1. «Biologi skal være kostnadsledende – best på operasjonelle effektivitet» (SalMar ASA, u.å. c).
2. «Salg og industri skal sikre optimal anvendelse av laksen for å oppnå den best mulige prisen» (SalMar ASA, u.å. c).

SalMar har ikke endret de strategiske målene på flere år, da disse har gjort at SalMar har kunne holde fast på sin posisjon i det globale markedet (SalMar ASA, u.å. c). Av den grunn ser man tegn til kostnadslederskap. «Kostnadslederskap er en strategi som bygger på kostnadseffektivitet, der evnen til å konkurrere på pris anses som et konkurransefortrinn» (Vikøren & Pihl, 2020, 2. avsnitt). Kostnadseffektivitet er en av målsetningene til SalMar, men de ønsker å gå bort fra resultatorientering til å fokusere på prestasjoner (SalMar ASA, 2021, s. 18).

2.1.5 Oppdrett

I Figur 3 nedenfor, presenteres oppdrettssyklusen fra produksjonsstart til laksen blir solgt i markedet.



Figur 3 Oppdrett fra start til slutt

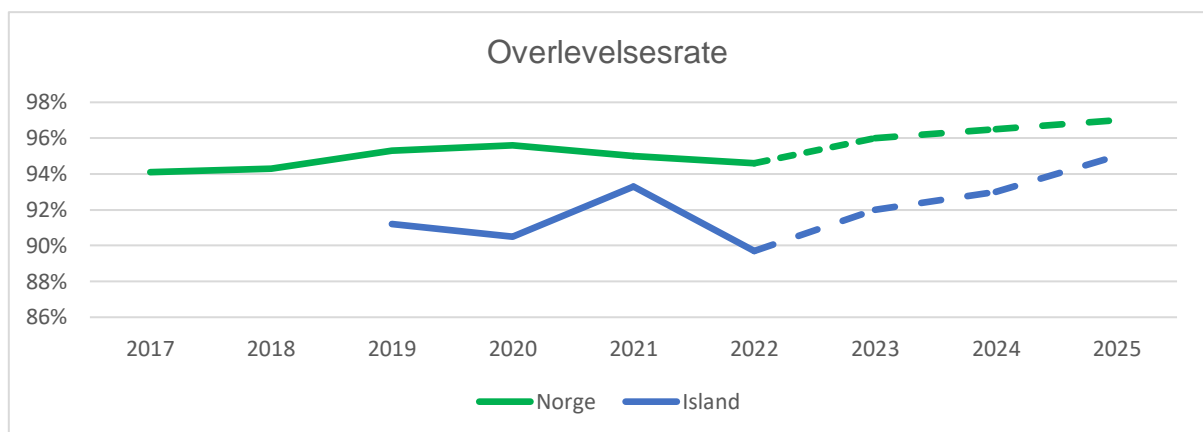
SalMars stamfisk gir rogn og melke som danner grunnlaget for befruktet rogn og ny laks (SalMar ASA, 2022, s. 13). Rognen ligger i klekkeriet i 60 dager i en temperatur på rundt 8 grader celsius. Etter 25 dager formeres rognen til øyerogn og man kan skimte øynene til laksen. Når skallet klekkes og yngelen frigjøres har den fôr til de første ukene i plommesekken. Når plommesekken er brukt opp, blir yngelen plassert i et kar hvor den blir fôret (SalMar ASA, 2022, s. 13). Etter hvert som fisken vokser, blir den plassert i nye- og større kar der den blir vaksinert før fisken transporteres ut til smoltanleggene. Smoltifisering er prosessen der laksen flyttes fra ferskvann over til saltvann, og det er her laksen får sølvfarget buk og blågrønn rygg (SalMar ASA, 2022, s. 13). Etter ett år i sjøen blir laksen fraktet til land for prosessering og blir senere solgt som hel sløyd, filetert, porsjon eller andre produktvarianter (SalMar ASA, 2022, s. 13).

2.1.5.1 Fôr

SalMar er opptatt av at fiskefôret har riktig næringsinnhold, konsistens og smak, men de er også veldig opptatt av at fôret skal være bærekraftig. SalMars fiskefôr inneholder 35-45% vegetabiliske proteinråvarer som soya. Det gjør at fôret ikke er genmodifisert og produsert i områder som er truet med avskoging (SalMar ASA, 2020b). SalMar stiller strenge krav til sine fôrleverandører om at fôret skal være bærekrafts-sertifisert (SalMar ASA, 2020b).

2.1.5.2 Fiskevelferd

Som tidligere nevnt, bygges produksjonen til SalMar rundt konseptet at oppdrett skal skje på laksens betingelser. Deres arbeid rundt fiskevelferd bygger på «The Five Freedoms of Animal Welfare», som igjen bygger på ideen om at god fiskevelferd er et resultat av systematisk arbeid som sikrer gode betingelser for fisken gjennom hele livssyklusen (SalMar ASA, 2021, s. 26). SalMar jobber aktivt mot å øke overlevelsesraten på laksen. Arbeidet gjøres ved å bekjempe de mest vanlige sykdommene som infeksjon og lus. I merdene laksen befinner seg i, inneholder 97,5% vann og 2,5% fisk. Forholdet mellom vann og fisk mener SalMar er nødvendig for å opprettholde god fiskevelferd (SalMar ASA, 2023, s. 30-32). Overlevelsesraten måles i en tolv måneders rullerende overlevelse, målt i antall. SalMar har de siste årene hatt en overlevelsesrate rundt 95% i Norge. På Island er det noe høyere dødelighet, men de jobber mot 95% overlevelsesrate innen 2025 (SalMar ASA, 2023, s. 32). I Figur 4 nedenfor, presenteres SalMars og Icelandic Salmons overlevelsesrate-mål og resultater.

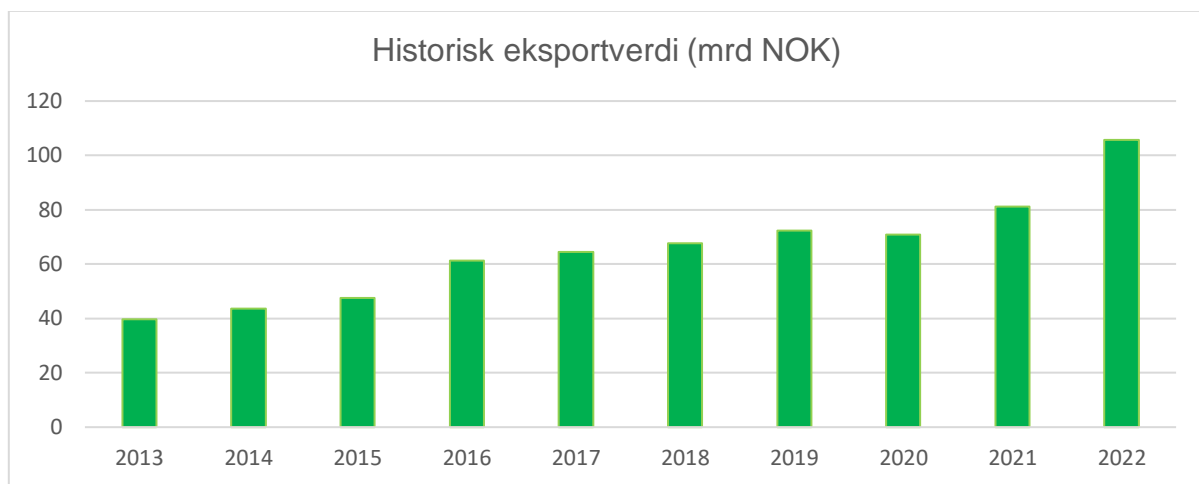


Figur 4 Overlevelsesrate

2.2 Bransjen

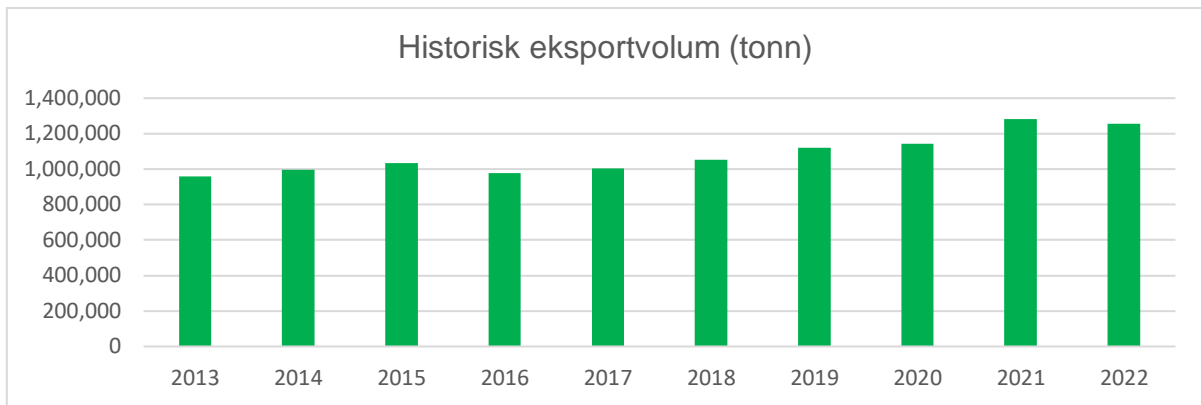
Laks- og fiskeoppdrett ligger under norsk havbruksnæring og er ansett som en form for akvakultur. Havbruksnæringen har vært viktig for Norge siden slutten av 1970-tallet, og utgjør i dag den nest største eksportnæringen. Det er rundt 150 oppdrettselskaper og 1100 oppdrettsanlegg i Norge, hvor de 10 største selskapene har rundt 70% av den totale lakseproduksjonen (Misund, 2023). Hovedandelen av oppdrettsfisk består av atlantisk laks og regnbueørret, men det er også en liten andel av oppdrettsnæringen som produserer annen fisk, slik som torsk, røye og kveite. I 2021 besto 94,26% av

fiskeoppdrett i Norge av atlantisk laks, mens regnbueørret på plassen bak hadde en andel på 5,41% (Misund, 2023). 95% av oppdrettslaksen i Norge blir eksportert, likevel står Norge for kun 2% av det globale fiskeoppdrettet målt i mengde fisk, uavhengig av fiskeart (Misund, 2023). Til tross for dette, har Norge vært verdensledende produsent av atlantisk laks siden 2005. Dette medfører blant annet at oppdrettsnæringen utgjør en viktig rolle innenfor bærekraft og sysselsetting på Vestlandet og Nord-Norge (Regjeringen, 2021). Bak Norge, er Chile, Færøyene, Canada og Storbritannia store globale oppdrettere av atlantisk laks (NOU 2019:18, s. 65). I Figur 5, presenteres verdien av lakseeksport de siste 10 årene.



Figur 5 Eksportverdi laks siste 10 år

Presentert av Figur 5, har eksportverdien hatt en stabil økning fra 2013 til 2022. Den økte eksportverdien i 2022 skyldes mest sannsynlig at lakseprisen har vært rekordhøy med en topp på rundt 117 NOK per kilo for fersk laksefilet. Dette er den høyeste prisen siden forrige rekordår i 2019 (Norges Sjømatråd, 2023). I tillegg til prisrekorden for fersk laksefilet, har det også vært prisrekord for fersk hel laks på 79 NOK per kilo. Det er en økning på 29,5% fra forrige rekordår i 2018 (Norges Sjømatråd, 2023). Prisøkningen er hovedgrunnen til at verdien av eksportert laks har økt fra 2021 til 2022, ettersom eksportvolumet målt i tonn fisk var høyere i 2021 enn 2022, som presentert av figur 6. Prisveksten skyldes blant annet den globale gjenåpningen etter Covid-19, som har økt etterspørselen etter laks. I Figur 6 nedenfor, presenteres eksportert volum de siste ti årene.



Figur 6 Eksportert mengde siste 10 år

2.2.1 Matvare

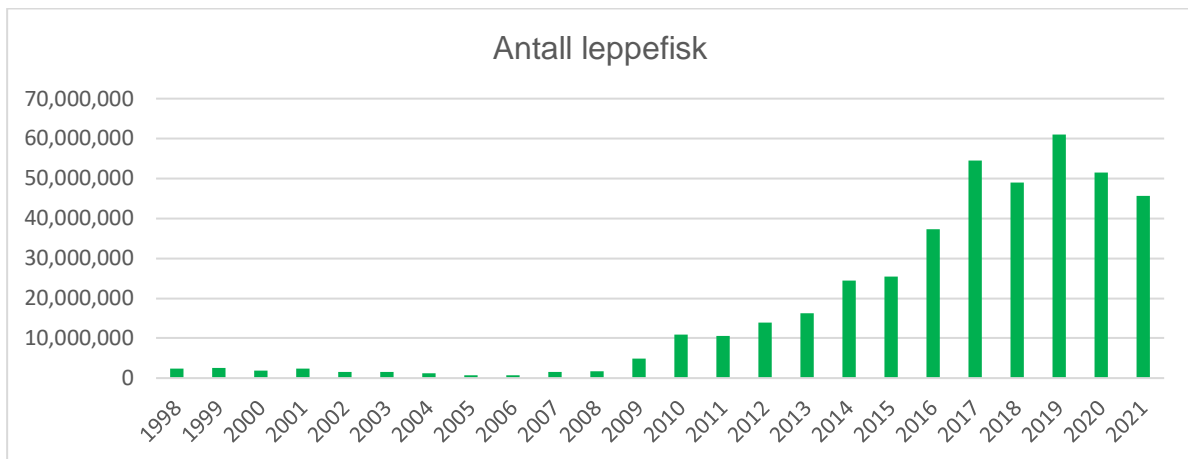
Fisk er å anse som en sunn og næringsrik matvare. En alminnelig person er anbefalt å spise fisk to til tre ganger per uke, med et totalt konsum på 300-450 gram ren fisk. Et minimum på 200 gram er anbefalt å være av typen laks, ørret, makrell eller sild. Anbefalingen baserer seg på forskning som konkluderer med at ukentlig fiskeinntak reduserer risiko for hjertesykdommer, og i verste tilfellet død. Det skyldes at fisk inneholder viktige vitaminer, mineraler og proteiner, slikk som omega 3, jod og vitaminene D og B12 (Helsedirektoratet, 2021).

2.2.2 Forurensing, miljø og sykdom

Matproduksjon bidrar til økt miljøforurensing, og lakseoppdrett er ikke et unntak. Likevel er oppdrett av laks blant de mest miljøvennlige og bærekraftige kildene til animalsk protein, ettersom bransjen har lavt CO₂-utslipp og vann- og arealforbruk (SalMar ASA, 2022, s. 37). En studie utført av Sintef Fiskeri og Havbruk og SIK, konkluderer med at opprett av laks er mer miljøvennlig enn produksjon av storfe og svin. Resultatene fra studien viser blant annet at produksjon av ett kilo laks har utslipp på halvparten av mengden CO₂-ekvivalenter som produksjonen av ett kilo svinekjøtt, og omtrentlig en syvendedel av utslippet til ett kilo storfe (SalMar ASA, 2022, s. 38).

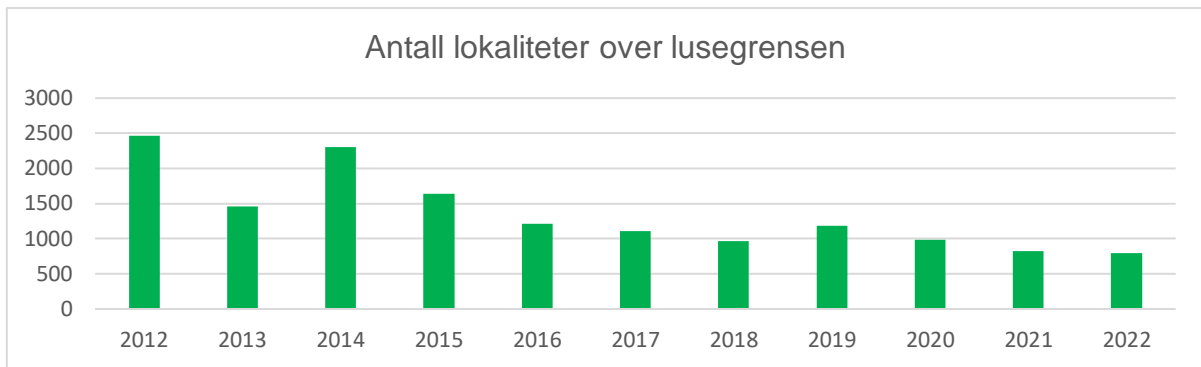
Likevel medfører lakseoppdrett andre type utfordringer. Oppdrettsselskapene har en evigvarende kamp mot lakselus og antibiotika-bruk. Lakselus er et dyr i krepsefamilien som har havet som sitt naturlige habitat. En voksen hunnlus fester seg på fisk og produserer egg som klekkes til larver. Larvene sprer seg i havet, hvor den fester seg på laksen og blir til voksen lus (BarentsWatch, 2023a). Utfordringen med lakselus i

oppdrettsbransjen er at laks beveger seg tett, noe som gjør det enkelt for lusen å finne en fisk å feste seg på. Dette kan føre til en oppblomstring av lakselus i et oppdrettsanlegg som forplanter seg videre til villfisken i havet. For mye lakselus kan i verstefall medføre at laksen dør. På bakgrunn av dette, er det oppstilt strenge krav for å holde lakselusen under kontroll. Oppdrettsanleggene må blant annet telle lus hver andre uke. Dersom lakselusandelen blir for høy, må selskapene fatte tiltak ved bruk av medikamenter, eller sette ut leppefisk som spiser lakselusen (BarentsWatch, 2023a).



Figur 7 Antall leppefisk

I Figur 7 ovenfor, presenteres utviklingen i bruk av leppefisk fra 1998 til 2021. Her har det vært en betydelig økning fra 2,4 millioner fisk i 1998 til 45,6 millioner fisk i 2021. Bruk av leppefisk er mer bærekraftig og miljøvennlig for å bekjempe lakselus, enn medikamenter. Årsaken er at laksen blir skånet ved bruk av leppefisk, ettersom bruk av andre midler medfører høyere stressfaktor. Utfordringen med leppefisk er at den truer det naturlige økosystemet i havet, ettersom den kan påføre genetisk forurensning og overføre sykdommer fra oppdrettsanlegg og transport til villfisken (BarentsWatch, 2023b). I Figur 8 nedenfor, presenterer jeg utviklingen i antall lokaliteter som har overskredet lusegrensen per år. Ettersom lakselus telles hver andre uke, kan en lokalitet overskride grensen flere ganger per år. Som presentert, har andelen lokaliteter over grensen sunket med årene, og dette kan man se i sammenheng med økt bruk av leppefisk.



Figur 8 Lokaliteter over lusegrensen per år

2.2.3 Pris- og kostnadsutvikling

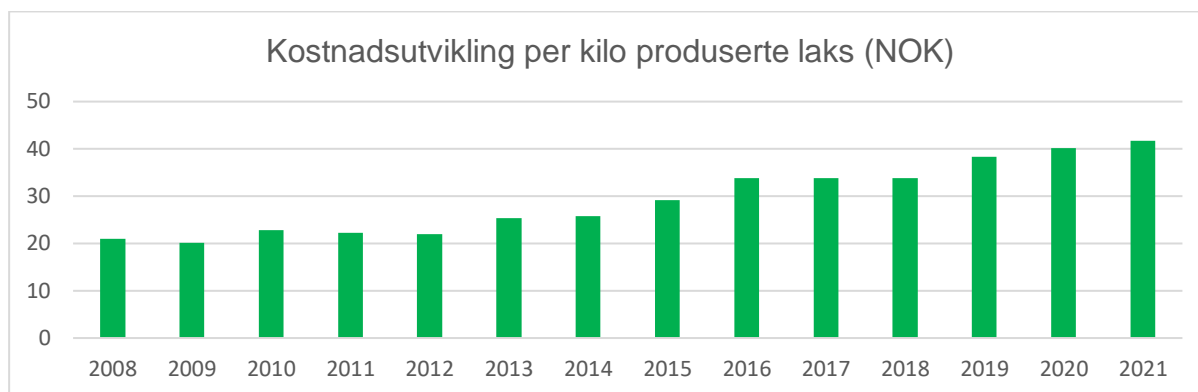
Resultatet til oppdrettsselskapene baserer seg i stor grad på lakseprisen. Som presentert i Figur 9 nedenfor, har det vært en økning i lakseprisen siden år 2000, med enkelte store fluktuasjoner. Det er flere årsaker til den økende lakseprisen. Likevel er noen av de mest sentrale årsakene lønnsvekst, inflasjon, økt etterspørsel målt mot produksjonsvolum, høyere driftskostnader og tidvis svakere krone målt mot euro og dollar (Aandahl & Pettersen, 2018).



Figur 9 Historisk kilopris (NOK) for fersk laks

Produksjonskostnadene for ett kilo laks har utviklet seg i takt med lakseprisen. I 2008 var produksjonskostnaden 27,68 kroner (målt om til 2021-verdi) for ett kilo laks. Til sammenligning var produksjonskostnaden 41,65 kroner per kilo i 2021 (BarentsWatch, u.å.). Trolig vil produksjonskostnadene fortsette å øke de kommende årene, som en følge av uvanlig høy inflasjon på varer og tjenester, og ekstraordinære strømpriser. I Figur 10 presenterer jeg det totale gjennomsnittlige produksjonskostnader per kilo laks i gjeldende års kroneverdi. Søylene kan deles opp i ulike kostnadsposter, herunder slaktekostnad, fôrkostnad, forsikring, finanskostnad, annen driftskostnad,

smoltkostnad, lønn og avskrivninger. Av det som ikke kommer frem av figuren, tilhører fôrkostanden i underkant av 50% av den totale kostnaden hvert år.

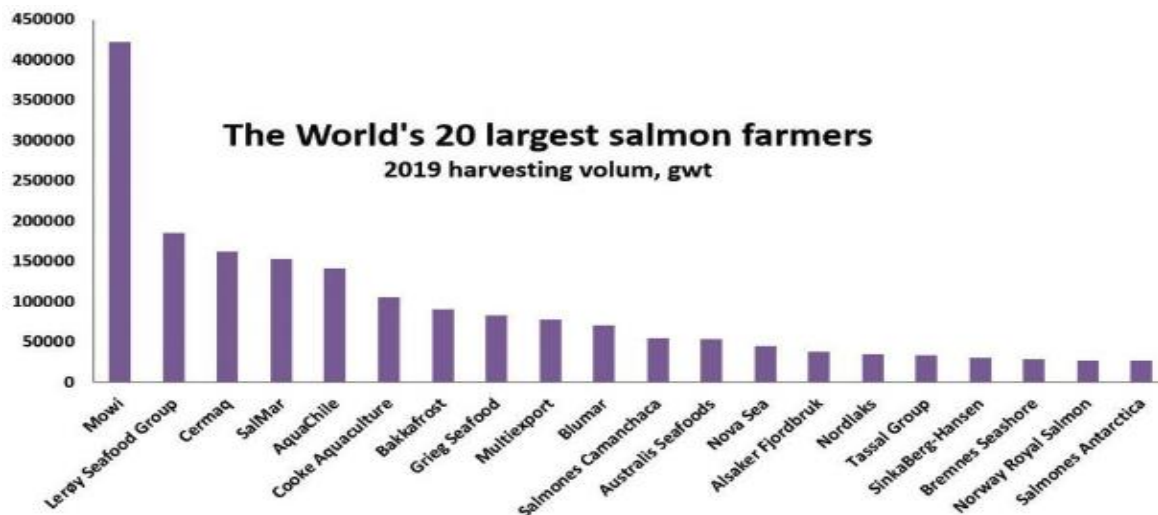


Figur 10 Gjennomsnittlig produksjonskostnader per kg laks

2.2.4 Komparative selskaper

Benchmarking utføres for å finne forbedringspotensialer og egne konkurransefortrinn. Benchmarking gjøres primært mot det ledende selskapet i bransjen, eventuelt mot direkte konkurrenter i størrelse og geografi (Hagland finans, u.å.). Benchmarking er et viktig verktøy for å få oversikt over egne og andre selskapers utfordringer, rutiner og prosesser. På den måten skaper man oversikt over hvilke sider ved selskapet som kan forbedres (Hagland finans, u.å.). Fallgruvene kan være å ikke besitte nok informasjon om selskapene man skal analysere eller at sammenligningen ikke er direkte nok. Det kan skyldes at tilgjengelig informasjon om andre selskaper er begrenset og at man ikke har et bevisst nok forhold til om selskapene faktisk er sammenlignbare (Thoresen, 2014, s. 13).

Basert på det ovennevnte, finner jeg det naturlig å velge oppdrettsselskaper av atlantisk laks med hovedbase i Norge, og som er av de største i bransjen. Årsaken til at jeg velger norske selskaper, er fordi SalMar har oppdrettsanlegg i Norge, i tillegg til ett selskap på Island og ett i Storbritannia. For å få tilgang på mest mulig informasjon vil det være fordelaktig at selskapene er børsnoterte.



Figur 11 The world's largest Salmon farmers (Berge, 2020)

Figur 11 viser de 20 største oppdrettsselskapene globalt i 2019. Jeg har dessverre ikke funnet datagrunnlag som er nyere, men jeg vil kommentere at SalMar er per 31.12.2022 verdens nest største oppdrettsselskap av atlantisk laks etter oppkjøpet av NTS og sammenslåingen med NRS. På bakgrunn av det ovennevnte, har jeg valgt ut følgende selskap for bruk i avhandlingen: Mowi ASA, Lerøy Seafood Group og Grieg Seafood.

2.2.4.1 Mowi ASA

Mowi ASA, heretter kalt Mowi, ble startet opp i 1964 og er i dag verdens største oppdrettsselskap av atlantisk laks (Mowi ASA, 2023, s. 4). Selskapet er størst både i slaktevolum og omsetning. Mowi har over 11 800 ansatte fordelt på 26 lokasjoner globalt og tilbyr sjømat i mer enn 70 land. Selskapet har oppdrettsanlegg i Norge, Chile, Canada, Skottland, Irland og på Færøyene. I 2022 var slaktevolumet 463 635 tonn sløyd vekt og driftsresultatet 1053,8 millioner euro. Slaktevolumet gir en global markedsandel på 20%. I likhet med Grieg, Lerøy og SalMar har Mowi en helintegriert verdikjede, men i motsetning til de tre andre har Mowi egen fôr-produksjon med kapasitet til å produsere 640 000 tonn, fordelt på anleggene i Norge og Skottland (Mowi ASA, 2023, s. 4-8).

2.2.4.2 Lerøy Seafood Group

Lerøy Seafood Group, heretter kalt Lerøy, ble etablert i 1899 og senere listet på Oslo Børs i 2002 (Lerøy Seafood Group, 2023). Lerøy har over 5500 ansatte, opererer i 80 markeder og driver havbruk langs hele norskekysten, med hovedbase i Bergen. Lerøy

har siden oppstart vært en pioner innen sjømat og er i dag et av verdens ledende sjømatelskaper. Hovedvirksomheten er oppdrett av laks og ørret, i tillegg til at de har satset på hvitfiskindustri siden 2016. Virksomhetsområdene gjør at Lerøy er et helintegreert selskap med kontroll på alt innen sjømatprodukter. Lerøy hadde i 2022 et driftsresultat på 4 283 MNOK, og et slaktevolum på 174 629 tonn sløyd vekt. I motsetning til SalMar som kun produserer laks, har Lerøy en større portefølje av produkter som selges i det globale markedet (Lerøy Seafood Group, 2023).

2.2.4.3 Grieg Seafood

Grieg Seafood, heretter kalt Grieg, ble etablert i 1992 og ble senere listet på Oslo Børs i 2007 (Grieg Seafood, 2023). Hovedkontoret ligger i Bergen, samtidig som selskapet også har oppdrettsanlegg i Finnmark, Rogaland, British Columbia og Newfoundland (Grieg Seafood, 2023). I 2022 hadde Grieg 820 ansatte, et driftsresultat på 1 497 MNOK og et slaktevolum på 84 697 tonn sløyd vekt. Grieg har en helintegreert, bærekraftig og lønnsom verdikjede som består av alt fra produksjon til salg og distribusjon. Selskapet har et mål om å nå et slaktevolum på 130 000 tonn innen 2026 (Grieg Seafood, 2023).

2.2.5 Oppsummering av bransjen

Oppdrettsbransjen har hatt en kraftig vekst som følge av den teknologiske utviklingen fra slutten av 1900-tallet, og som de nevnte selskapene har tatt en del av. Det er likevel store forskjeller mellom aktørene på markedsandeler, satsningsområde og kapasitet. Mowi er den største aktøren i bransjen, og har over dobbelt så stort slaktevolum som nummer to på listen. Aksjekursene reflekterer likevel ikke størrelsesordenen og det kan føre til utfordringer med tanke på en sammenligning. Jeg anser likevel selskapene som sammenlignbare, ettersom selskapene er de fire største med opphav i Norge innenfor sin bransje.

3. Teori

I dette kapitlet skal jeg presentere teori som vil stå sentralt for å kunne gjennomføre en troverdig verdsettelse. I tillegg til verdsettelsesteori, presenterer jeg ulike strategiske analyser som skal bli brukt videre i avhandlingen.

3.1 Verdivurderingsmetoder

Det finnes ulike modeller og metoder man kan bruke for å verdsette et selskap. Enkelte klassifiserer flere metoder under en kategori, mens andre foretrekker å dele opp hver metode for seg selv. Kaldestad og Møller (2016) presenterer fem ulike metoder for verdivurdering: 1) inntjeningsbasert tilnærming, 2) markedsbasert tilnærming, 3) balansebasert tilnærming, 4) kostbasert tilnærming og 5) opsjonsbasert tilnærming (Kaldestad & Møller, 2016, s. 28). Til sammenligning, har Damodaran (2012) tre grunnleggende metoder for verdsettelse. Disse er *diskontert kontantstrøm, relativ verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse* (Damodaran, 2012, s. 11).

Jeg vil benytte begrepene fundamental, komparativ, og opsjonsbasert verdsettelse. I den fundamentale verdsettelsen ligger det inntjeningsbaserte, som handler om hva man kan forvente at selskapet har i fremtidig kontantstrøm. Under den komparative metoden, tar jeg for meg de markedsbaserte, balansebaserte og kostnadsbaserte tilnærmingene. Her gjøres en sammenligning mellom de ulike selskapene. Avslutningsvis vil jeg behandle det opsjonsbaserte. I den opsjonsbaserte tilnærmingen, kan man enten ta verdien av diskontert kontantstrøm og legge til verdien av fleksibilitet (realopsjon) eller beregne verdien av egenkapitalen til selskapet og videre se på det som en kjøpsopsjon (Kaldestad & Møller, 2016, s. 32).

3.1.1 Fundamental verdsettelse

En fundamental verdsettelse er ansett som det grunnleggende for alle verdsettelsesmetoder. En fundamental verdsettelse kan inneholde få nøkkeltall, til en bred analyse om selskapets virksomhet, bransjen og andre makroomgivelser (Roksvåg, 2022a). Formålet med en fundamental verdsettelse er å kartlegge om selskapets verdi er over- eller underpriset sammenlignet med markedsverdien. Differansen kan indikere om aksjen handles for mer, eller mindre, enn den faktiske verdien til selskapet. På bakgrunn av dette, kan man utarbeide en kjøps- / hold- eller salgsanbefaling. Det er noen utfordringer tilknyttet en fundamental verdsettelse, slik som at de kvalitative faktorene blir over- eller undervurdert av markedsaktørene. Dette kan føre til avvik fra estimert verdi målt mot markedsverdi (Roksvåg, 2022a).

En fundamental verdsettelse starter med en regnskapsanalyse av historiske data. Videre utfører man en strategisk analyse som inneholder en intern og en ekstern analyse. Den interne analysen kartlegger om ressursene i selskapet utnyttes effektivt og lønnsomt, og den eksterne analysen skal avdekke potensialet til bransjen. Så utføres estimering av kontantstrøm, før man til slutt vurderer sensitiviteten til funnet (Roksvåg, 2022a). For å estimere fremtidig kontantstrøm, må man utarbeide en prognose basert på selskapets vekst og beregne selskapets avkastningskrav. For å finne verdien til selskapet, må kontantstrømmen diskonteres tilbake til dagens verdi ved hjelp av avkastningskravet, som vist av Formel 1 nedenfor (Kaldestad & Møller, 2016, s. 29).

$$\text{Selskapsverdi} = \frac{\text{Kontantstrøm}_n}{(1+r)^n} + \frac{\text{TV}}{(1+r)^n}$$

Formel 1 Diskontert kontantstrøm

Hvor: r = diskonteringsfaktor, TV = terminalverdig og n = antall år som skal diskonteres

Det er to metoder å estimere verdien til et selskap. Den første metoden er egenkapitalmetoden, der en ser på egenkapitalen til selskapet. Den andre metoden er totalkapitalmetoden, hvor man benytter all kapital i selskapet. Begge metodene benytter diskontert forventet kontantstrøm, men avkastningskravet og kontantstrømberegningen er ulik. Uavhengig av metode, vil man få det samme resultatet så fremt modellene brukes konsistent (Damodaran, 2012, s. 12-14). Egenkapitalmetoden diskonterer forventet egenkapitalkontantstrøm mot egenkapitalkostanden, mens totalkapitalmetoden diskonterer total kontantstrøm med den vektete gjennomsnittskapitalkostnaden (WACC) (Damodaran, 2012, s. 13-14).

3.1.2 Komparativ verdsettelse

Oftest snakkes det om diskontert kontantstrøm ved verdsettelse, men realiteten er at de fleste verdsettelse utføres som en komparativ verdsettelse. Et eksempel er eiendelen eiendom. Om en eiendom skal selges, blir den priset likt som liknende objekter i markedet (Damodaran, 2012, s. 19). Med en markedsbasert tilnærming, er det viktig å justere for forskjellene til eiendelene eller selskapet man sammenligner med. Ved å benytte denne metode, vil man estimere seg frem til en salgsverdi, ettersom man estimerer hva selskapet eller eiendelene vil bli omsatt for i markedet i dag (Kaldestad & Møller, 2016, s. 30).

I komparativ verdsettelse, anvender man multipler som tar utgangspunkt i tall fra resultatregnskapet, eksempelvis omsetning, EBIT, EBITDA eller resultat etter skatt. Man kan også bruke balanseposter som eiendeler, sysselsatt kapital eller egenkapital. Det forhåndsbestemte tallet vil så bli multiplisert med multipelet til bransjeutvalget. Multiplbasert verddivurdering benyttes gjerne på bakgrunn av at man kjenner til hvilke multipler som benyttes i bransjen (Kaldestad & Møller, 2016, s. 221).

Metoden er relativt enkel å benytte, men utfordringen er å finne selskaper eller eiendeler som er direkte sammenlignbare. Det er ofte vanskelig å finne identiske selskaper, og man må gjerne godta at det blir brede sammenligninger med selskaper som er av tilsvarende art (Kaldestad & Møller, 2016, s. 31). En annen utfordring med metoden, er at man må anta at markedet gjennomsnittspriser aksjer og eiendeler riktig, samtidig som de tar feil på verdsettelsen av enkeltaksjer. Videre må man anta at man klarer å identifisere feilene gjennom sammenligning av multiplene, og at feilene vil korrigeres over tid (Damodaran, 2012, s. 19).

3.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse

I motsetning til fundamental verdsettelse som utelukkende hensyntar fremtidig diskontert kontantstrøm, benytter opsjonsbasert tilnærming den diskonterte fremtidige kontantstrømmen og verdien av selskapets fleksibilitet (realopsjon). Med fleksibilitet menes verdien av å kunne utsette prosjekter, utvide prosjekter eller avslutte/skrinlegge et prosjekt. En fundamental verdsettelse undervurderer ofte verdien til et selskap, ettersom man ignorerer verdien av å besitte en rettighet til å kunne fatte ulike tiltak (Kaldestad & Møller, 2016, s. 32). Fleksibiliteten gir eier av opsjonen en rett, men ikke en obligasjon til å utføre. Om et selskap har en rett til å gjennomføre en investering i fremtiden med en fastsatt pris i dag, kan dette slå fordelaktig ut, men om man kun hensyntar diskontert kontantstrøm kan selskapets verdi bli undervurdert (Kaldestad & Møller, 2016, s. 258).

En utfordring med opsjonsbasert tilnærming, er faren for dobbelttelling, som gjør at man overpriser verdien av selskapet. Det kan eksempelvis skje når man skal vurdere et selskap som ønsker å entre et nytt marked. Om man legger til grunn en høy vekstfaktor, i tillegg til å legge til verdien av fleksibilitet, er sannsynligheten stor for at

verdien overvurderes (Kaldestad & Møller, 2016, s. 269). Formelen for opsjonsbasert tilnærming (realopsjon) er presentert ved Formel 2 nedenfor.

$$\text{Verdi} = \frac{\text{Kontantstrøm}}{(\text{Avkastningskrav} - \text{vekstfaktor})} + \text{nåverdi av særlig fleksibilitet}$$

Formel 2 Diskontert kontantstrøm med vekstfaktor og fleksibilitet

En opsjonsbasert verdsettelse kan også utføres ved kjøpsopsjon. Ved kjøpsopsjon beregner man verdien av egenkapitalen, og man forutsetter videre at verdien av egenkapitalen er en kjøpsopsjon. Egenkapitalverdien er selskapsverdi fratrukket gjeld. Dersom selskapsverdien er mindre enn gjelden, må selskapet slås konkurs og investorene vil dermed tape investeringen. På den andre siden vil investoren få avkastning, dersom kjøpsopsjonen er «In The Money» ved at selskapsverdien er større enn gjelden ved forfall. For å beregne en kjøpsopsjon benyttes Black-Scholes modellen. Modellen tar hensyn til selskapsverdi, gjeld, volatilitet, risikofri rente og tid. Bruk at Black Scholes vil jeg komme tilbake til i kapittel 10.

3.2 Valg av metode

Hvilken verdsettelsesmetode man benytter, avhenger av ulike forhold, slik som tilgang på informasjon, tid til disposisjon, krav til pålitelighet, bransje og fase i livssyklus (Kaldestad & Møller, 2016, s. 33). I teorien er det tatt til orde for at det beste er å kombinere flere av verdsettelsesmetodene, spesielt innenfor det inntjeningsbaserte og markedsbaserte. Årsaken er at noen estimerer kan over- eller undervurdere verdien til et selskap, og at det ikke finnes noen direkte sammenheng mellom en investering og verdien til investeringen (Kaldestad & Møller, 2016, s. 33). En opsjonsbasert verdivurdering er spesielt nyttig når det er stor usikkerhet knyttet til verdiene, men at det er såpass vanskelig å replikere porteføljen til et selskap at nytteverdien er relativ liten (Koller et al., 2020, s. 204). Selv om den opsjonsbaserte tilnærmingen kan gi liten nytteverdi, finner jeg det viktig å kombinere fundamental, komparativ og opsjonsbasert tilnærming for å estimere en stabil aksjekurs.

3.2.1 Tilgang på informasjon

Som nevnt ovenfor, er det viktig å besitte nok informasjon, selv det som er vanskelig å få tak i (Kaldestad & Møller, 2016, s. 33). I og med at SalMar ble børs-notert i 2007, er

det få problemer knyttet til tilgang på informasjon, og følgelig vil det ikke påvirke mitt valgt av metode.

3.2.2 Tid til disposisjon

Fundamental verdsettelse er en tidkrevende prosess, men en komparativ og opsjonsbasert verdsettelse har en noe enklere fremgangsmetode. I og med at andre verdsettelsesmetoder bygger på en fundamental vurdering, anser jeg ikke tid til disposisjon som en avgjørende faktor for valg av metode.

3.2.3 Krav til pålitelighet

For at avhandlingens resultat skal være pålitelig, stilles det store krav til nøyaktighet. Verdsettelsen vil navigere igjennom et rammeverk som blir presentert i kapittel 3.3. På grunn av at Kaldestad og Møller (2016) taler for at andre verdsettelsesmetoder bygger på den fundamentale verdsettelsen, vil dette styrke et eventuelt valg om å bruke fundamental verdivurdering som hovedgrunnlag (Kaldestad & Møller, 2016, s. 34).

3.2.4 Bransje

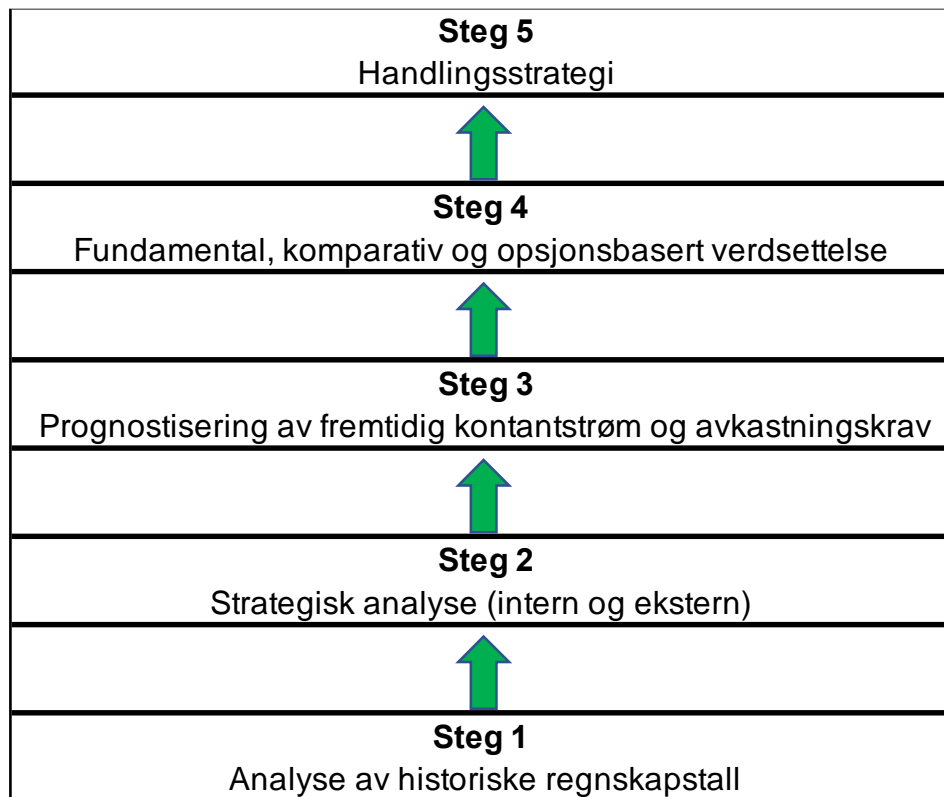
Jeg er ikke kjent med at en metode er mer utbredt enn andre innenfor oppdrettsnæringen, og vil derfor ikke vektlegge en metode mer enn en annen. Likevel er det om nevnt under kapittel 2.2.5, store forskjeller på selskapene. Dette kan by på utfordringer knyttet til en komparativ verdivurdering. Jeg vil derfor vekte det fundamentale estimatet tyngre enn det komparative og opsjonsbaserte.

3.2.5 Fase i livssyklusen

Oppdrettsbransjen har inntil nylig hatt sterk vekst, men de senere år har det blitt en mer stabil utvikling. Damodaran (2012) beskriver ulike steg i en livssyklus, deriblant «mature growth» hvor jeg anser SalMar for å være. Det er et steg hvor kontantstrømmen fortsetter å vokse, men at selskapet ikke utvider driften i like store steg som tidligere. Dette steget reflekterer at flere av de sammenlignbare selskapene er i samme fase av livssyklusen og at variablene i en verdsettelse blir ansett å være stabile (Damodaran, 2012, s. 646). Det vil derfor ikke påvirke et valg om å benytte fundamental verdsettelse, ettersom jeg antar at det skal være mulig å lage en realistisk prognose.

3.3 Rammeverk

Jeg vil benytte med av rammeverket som en fem stegs modell, illustrert ved Figur 12 nedenfor.



Figur 12 Rammeverk for fundamental verdsettelse

Rammeverket bygger rundt gjennomføringen av en fundamental verdsettelse. For å estimere en realistisk aksjekurs, gjennomfører jeg også en komparativ og opsjonsbasert verdsettelse for å få mer tyngde i estimatet. Jeg velger å benytte total kapitalmetoden for å eliminere usikkerheten egenkapitalmetoden gir. Dette skyldes at man må ta hensyn til hver enkelt investering, og ettersom SalMar opererer i flere segmenter, kan det føre til feil.

Rammeverkets fem deler starter med en regnskapsanalyse av historiske regnskapstall. Videre gjennomføres en strategisk analyse som beskriver indre kapasiteter og ressurser i SalMar, i tillegg til fremtidsutsiktene og mulighetene til bransjen. I trinn 3 beregnes avkastningskravet, i tillegg til å utarbeide prognose for fremtidig kontantstrøm. I det fjerde trinnet diskonteres kontantstrømmen tilbake til nåverdi. Når kontantstrømmen er diskontert, vil jeg benytte nåverdien til å finne verdien til SalMars aksje per 31.12.22. Grunnet mye usikkerhet i et slik estimat, vil jeg vekte

estimatet ved hjelp av komparativ og opsjonsbasert verdsettelse. Avslutningsvis vil jeg presentere en handlingsstrategi basert på estimatet målt mot reell aksjekurs.

3.4 Strategisk analyse

Strategisk analyse kartlegger interne selskapsspesifikke faktorer, og en ekstern analyse som kartlegger bransjen. Formålet med en strategisk analyse er å belyse selskapets strategiske prestasjon, strategiske posisjon og strategiske risiko, i tillegg til å bygge grunnlaget for prognostiseringen (Sander, 2022). Det vil si at jeg ønsker å avdekke de ikke-økonomiske variablene som påvirker selskapet og bransjen. For vekst i seg selv er ikke verdiskapende. Dersom selskapet ønsker å skape verdi, er investeringene nødt til å generere avkastning som er høyere enn avkastningskravet ved start. For at selskapet skal klare å skape meravkastning på investeringene, er de avhengig av å drive i en lukrativ bransje eller å ha særlige konkurransefortrinn (Kaldestad & Møller, 2016, s. 97).

Analysen inneholder kartlegging av bransjens verdikjede, vurdere bransjelønnsomhet på grunnlag av en eksternanalyse og vurdere selskapslønnsomhet relativt til bransjen gjennom en internanalyse (Kaldestad & Møller, 2016, s. 99). Årsaken til at en strategisk analyse står sentralt i en fundamental verdsettelse, er for å minimere sannsynligheten for å mislykkes i antakelsene som gir følgefeil til prognostiseringen. Sannsynligheten for å mislykkes er større dersom man utfører verdsettelsen på feil premisser. Det er derfor viktigere med en grundig analyse enn å bruke mye tid på å utvikle forretningsideer og visjoner (Lavik, 2020). Den strategiske analysen vil bli brukt som et verktøy til å bygge verdivurderingen og gi prognosen mer tyngde og pålitelighet.

Det finnes flere analyseverktøy for å gjennomføre den interne og eksterne analysen. For å analysere bransjens makroforhold har jeg valgt modellen «PESTEL». I tillegg til PESTEL, benytter jeg konkurransemodellen «Porters fem krefter» for å analysere SalMar opp mot konkurrentene. Modellen er et analyseverktøy som hjelper meg å kartlegge selskapets konkurranse og attraktivitet (Digital Norway, 2022). Til den interne analysen har jeg valgt VRIO som analyseverktøy. VRIO er en modell som vil belyse interne faktorer og eventuelle fordeler. Helt avslutningsvis vil jeg benytte meg av en

SWOT-analyse som vil oppsummere funnene belyst i PESTEL, Porters fem krefter og VRIO.

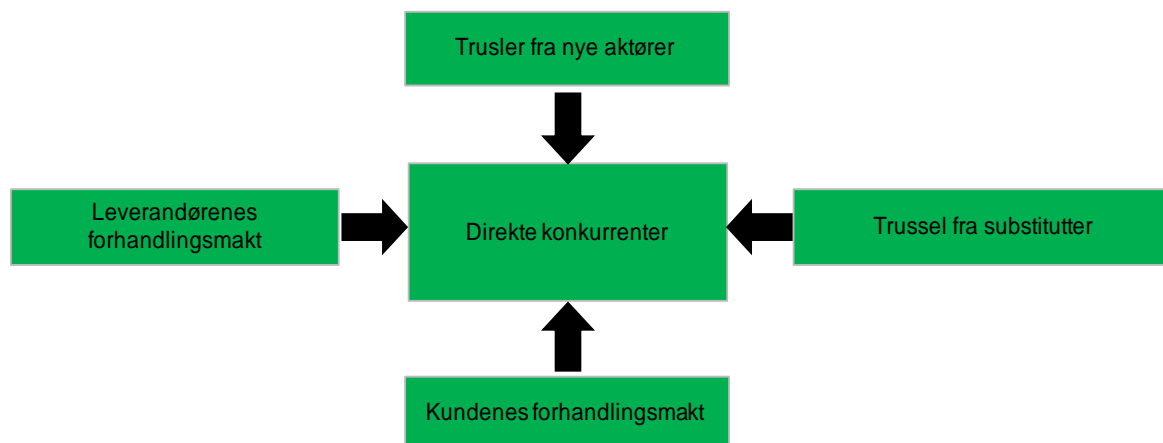
3.4.1 PESTEL-analyse

En PESTEL-analyse benyttes for å belyse hvilke makroforhold som påvirker selskapets og bransjens utvikling. Makroforholdene modellen tar for seg, er de politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og juridiske faktorene (Yüksel, 2012, s. 56). PESTEL har to funksjoner. For det første, bidrar analysen til å identifisere hvilket miljø selskapet operer i. For det andre, skaper analysen data og informasjon som bidrar til å estimere situasjoner og omstendigheter selskapet vil møte i tiden fremover (Yüksel, 2012, s. 53).

PESTEL-analysen kan også by på visse utfordringer. En av utfordringene er at effekten av ulike hendelser vil berøre selskapet i ulik grad. Dette innebærer at noen hendelser kan ha stor betydning, mens andre ikke påvirker selskapet i særlig grad (Yüksel, 2012, s. 53). En annen utfordring er forholdet mellom de ulike leddene i PESTEL. En uavhengig predikering av en faktor vil ikke alltid gi et realistisk bilde ettersom faktorene påvirker hverandre. Et eksempel er at en politisk avgjørelse kan gi implikasjoner for økonomiske og juridiske forhold i bedriften (Yüksel, 2012, s. 53). PESTEL gir kun en overordnet ide om hvordan eksterne faktorer påvirker selskapet. Det er derfor viktig å hensynta de faktorene som har en påvirkningskraft, i tillegg til å se interaksjonene mellom de ulike faktorene (Yüksel, 2012, s. 53).

3.4.2 Porters fem krefter

Modellen beskriver fem eksterne faktorer som forklarer selskapets konkurranseevne i bransjen de opererer i. Disse fem kreftene legger grunnlaget for hvor attraktivt markedet og hvor lønnsom bransjen er (Sander, 2021). Dersom analysen skulle avdekke at markedet er maksimalt utnyttet, tyder det på at selskapet burde satse på andre markedssegmenter. Analysen avdekker også hva slags strategi selskapet burde benytte for å øke sine konkurransefortrinn i det bestemte markedet (Sander, 2021). «Modellen analyserer dermed strukturelle faktorer som ligger til grunn for lønnsomhetsutvikling i ulike bransjer eller delbransjer» (NOU 2010: 14, s. 67). De fem faktorene er presentert i Figur 13 nedenfor.



Figur 13 Porters fem krefter

3.4.3 VRIO

VRIO er akronymet for Valuable, Rare, Imitable og Organized. VRIO er et verktøy som analyserer de interne ressursene i et selskap. Verktøyet kartlegger ressursene som påvirker deres konkurransekraft og attraktivitet, i motsetning til PESTEL og Porters fem krefter som analyserer de eksterne faktorene. VRIO kan derfor avdekke om ressursen er verdifull, sjelden, kopierbar, fullt ut unyttet og om selskapet er forberedt på utnyttelse av ressursen (Sander, 2023). På denne måten kan jeg identifisere selskapets styrker som gir konkurransefortrinn, eller svakheter som gjør de mindre konkurransedyktige (Barney & Hesterly, 2019, s. 68).

3.4.5 SWOT

SWOT-analyse er en anerkjent metode for å avdekke styrker og svakheter i en virksomhet. Metoden brukes til å identifisere de viktigste faktorene som påvirker selskapets vei til å nå sine mål. Jeg benytter modellen som en oppsummering av den strategiske analysen. SWOT står for styrker, svakheter, muligheter og trusler. Styrker og svakheter utgjør den interne evalueringen, mens muligheter og trusler utgjør den eksterne evalueringen. I SWOT-analysen blir de fire evalueringene kun kategorisert, ikke vektet. Det vil si at faktorene jeg identifiserer og utreder vil ha ulik betydning for selskapet (Brudvik, u.å).

4. Metode

I dette kapittelet skal jeg redegjøre for den metodiske tilnærmingen, herunder hvilke metodiske undersøkelser og datainnsamling som blir benyttet.

4.1 Design

En case er en undersøkelse av en absolutt enhet som kan avgrenses i tid og rom (Jacobsen, 2015, s. 97). En absolutt enhet er i de fleste tilfeller å regne som et enkeltindivid. En case kan også være høyere overordnet, det som kalles en kollektiv enhet. En kollektiv enhet består av flere underordnede enheter og kan eksempelvis være en organisasjon eller gruppe. Størrelsen på den kollektive enheten bestemmer antall underenheter tilknyttet kollektivet (Jacobsen, 2015, s. 97).

Avhandlingen skal undersøke en absolutt enhet i et bestemt tidsrom. Tidsrommet begrenser seg til aksjekursen per 31.12.2022. Jeg mener derfor at det er hensiktsmessig å kategorisere avhandlingen som en casestudie (Jacobsen, 2015, s. 97). Det finnes ulike typer casestudier, men det er enkeltcase som treffer avhandling best ettersom jeg spesifikt ser på SalMar som selskap. En enkeltcase-studie kan forklares med at en forsker, eller den som forsker på noe, går dypt inn i en spesifikk enhet som avgrenses i tid og rom. Med en slik avgrensing vil man få muligheten til å belyse en virkelighetsnær beskrivelse (Jacobsen, 2015, s. 99).

Det er imidlertid viktig å skille mellom forskning og utredning. Forskning baserer seg på problemstillinger som benytter vitenskapelige metoder til å skape ny kunnskap, eller å sammenfatte eksisterende kunnskap på nye måter (Forskningsrådet, u.å). Utredning er derimot betegnet som en grundig undersøkelse for å fatte et beslutningsgrunnlag. Utredningen skal også beskrive en problemstilling og sammenfatte hva som ønskes skal bli oppnådd. Utredningen skal til slutt gi en eller flere beslutningstakere en begrunnet anbefaling om hvilket tiltak som er best (DFØ, 2021). Sett hen til at en utredning anvender eksisterende materiale, mens forskning ofte utredes ved hjelp av nye observasjoner, vil denne avhandlingen derfor bli å betrakte som en utredning.

4.2 Valg av samfunnsvitenskapelig metode

I samfunnsvitenskapelig metode er det to måter å samle inn data, og det skilles mellom kvalitativ og kvantitativ data. Kvalitativ metode består av data som samles inn fra få enheter, hvor en intervjusetting ofte er metoden som blir brukt. Det finnes likevel fire ulike kvalitative tilnærminger, 1) det individuelle, åpne intervjuet, 2) fokusgruppeintervju, 3) observasjon og 4) dokumentundersøkelse (Jacobsen, 2015, s. 145). Det individuelle, åpne intervjuet er den vanligste formen for kvalitativ datainnsamling. Metoden går ut på at man intervjuer individer og samler data av svarene som gis. Fokusgruppeintervju er en metode hvor flere personer drøfter et avgrenset tema, hvor forskeren enten er ordstyrer, observatør eller tilhører av gruppen. Observasjon er en metode hvor forskeren observerer hva en gruppe individer gjør og hvordan gruppen samhandler. Dokumentundersøkelse er en metode hvor forskeren benytter sekundærdata andre har samlet inn tidligere (Jacobsen, 2015, s. 145).

Kvantitativ datainnsamling er en metode med flere enheter hvor informasjonen som samles inn allerede er definert av forskeren. Hensikten med kvalitativ datainnsamling er å systematisere og analysere funnene som blir gjort i undersøkelsen. Dette gjør at man kan generalisere informasjonen, ettersom enhetene tvinges inn i forhåndsbestemte kategorier. Spørreundersøkelse med lukkede svaralternativer blir oftest benyttet ved innhenting av kvantitativ primærdata, på grunn av at enhetene må velge et av svarene som er definert ved hver påstand (Jacobsen, 2015, s. 251-252).

Man kan også benytte sekundærdata i kvantitativ metode, ved bruk av eksisterende statistikk fra tidligere gjennomførte spørreundersøkelser (Jacobsen, 2015, s. 251-252). En utfordring ved bruk av sekundærdata for kvalitativ og kvantitativ metode, er om dataene er gyldig og pålitelig. Utfordringen kan begrunnes med at alle metoder for datainnsamling er selektive i sin fremgangsmetode (Jacobsen, 2015, s. 145-146). I avhandlingen vil jeg benytte en kombinasjon av kvalitativ og kvantitativ metode.

4.3 Datainnsamling

Uavhengig av hvilken type undersøkelse man benytter, må forskeren ta standpunkt til hvordan man samler inn informasjon og data om virkeligheten. Valg av design sier bare noe om ulike strategier for å samle inn data, mens datainnsamling sier noe om

hva slags type data man skal samle inn (Jacobsen, 2015, s. 125). I utredningen vil jeg samle inn data som er relevant for problemstillingen. Det være seg historisk regnskap, årsrapporter, bransjerapporter, artikler og liknende som vil ha betydning for estimeringen. Ettersom avhandlingen er investorrettet, vil innsamlet data være offentlig publisert informasjon, altså sekundærdata. Ufordringen med sekundærdata er som nevnt i kapittel 4.2, at dataene ikke er ment for formålet jeg bruker den til. Likevel er det data jeg behøver for å gjennomføre en verdsettelse og følgelig anser jeg det ikke som et problem.

En viktig faktor ved datainnsamling, er påliteligheten til kildene jeg henter data fra. En annen faktor er om opplysningene selskapet gir ut, viser et realistisk bilde på selskapets finansielle posisjon og resultat. Alle selskaper som er listet på Oslo Børs og Euronext er underlagt strenge regler knyttet til regnskapsspråk. Selskap som er listet på Oslo Børs må benytte IFRS som regnskapsspråk. Dette skyldes at IFRS gir investorer mer og bedre informasjon for beslutningstaking enn om regnskapet hadde vært utarbeidet etter lokale regler (Stenheim et al., 2020, s. 10-11). SalMar har vært listet på Oslo Børs siden 2007 og er pålagt IFRS for konsernregnskapet. Jeg mener derfor at årsrapportene som er det fundamentale i estimeringen av aksjekursen, som en pålitelig kilde. Det er viktig å ha i bakhodet at andre rapporter kan ha en mer subjektiv oppfatning av SalMars ståsted. Jeg anser likevel ikke dette som et betydelig problem.

4.4 Estimering

Alle undersøkelser har et felles grunnlag for å kunne si noe om, og fremkalle kunnskap om virkeligheten. Selv om undersøkelsene har et felles grunnlag for å utvikle kunnskap, vil de likevel ha ulike hensikter med hva slags type kunnskap de ønsker å utvikle. Som oftest deles hensikten med en undersøkelse inn i tre kategorier (Jacobsen, 2015, s. 14-15). 1) Beskrivelse, som innebærer at man ønsker å finne ut av hvordan et fenomen ser ut. Dette kan eksempelvis være hvordan et selskap er bygd opp. 2) Forklaring, som innebærer at man ønsker å finne ut av hvordan og hvorfor et fenomen skjer. 3) Predikasjon, som innebærer at man ønsker å undersøke hva som kommer til å skje i fremtiden. Predikasjon er den mest ambisiøse hensikten ettersom man prøver å forutse hva som vil skje under gitte omstendigheter (Jacobsen, 2015, s.

14-15). Fellesnevneren for alle undersøkelser er at de inneholder beskrivelse, forklaring og predikasjon. Det begrunnes med at man må forstå hvordan noe ser ut og hvorfor noe skjer for å kunne predikere fremtiden (Jacobsen, 2015, s. 15). I avhandlingen vil jeg fokusere på predikasjon ettersom problemstillingen er å verdsette selskapets aksje på et gitt tidspunkt.

Verdien av den fremtidige kontantstrømmen bestemmer verdien til selskapet. For å estimere nåverdien av den fremtidige kontantstrømmen, må man gjennomføre ulike beregninger og utrede forskjellige analyser. Stegene er satt sammen for å kunne bygge en verdsettelse, og avhandlingen vil bestå av følgende analyser: 1) analyse av historisk informasjon, 2) strategisk analyse av bransje og selskap, 3) estimering av avkastningskrav, 4) utarbeiding av prognose for en eksplisitt periode, 5) estimering av terminalverdi, og 6) rimelighetsvurdering (Kaldestad & Møller, 2016, s. 46).

Jeg vil bruke de innledende stegene som en kilde, sammen med de regnskapsmessige analysene til å predikere fremtidig kontantstrøm. Videre må jeg estimere avkastningskravet (WACC) som benyttes til å diskontere den fremtidige kontantstrømmen tilbake til nåverdi. Avkastningskrav kan forklares som en forventet alternativ avkastning om man hadde satt pengene i et annet selskap med identisk risiko (Roksvåg, 2022b). Årsaken til neddiskontering er på grunn av at 100 kroner i dag, ikke er det samme som 100 kroner i morgen, eller om ti år. «Weighted Average Cost of Capital» (WACC) inneholder flere ulike kilder av avkastning, ettersom ulike finansieringsløsninger bærer ulik risiko. Man må derfor vekte finansieringskildene med deres verdi og avkastning for å komme frem til avkastningskravet til totalkapitalen (Kaldestad & Møller, 2016, s. 152).

4.5 Gyldighet og troverdighet

En undersøkelse skal være en dedikert metode for innsamling av empirisk materiale. Uansett hva slags undersøkelse og empiri man benytter, er det viktig at den tilfredsstillende kravene til validitet og reliabilitet, henholdsvis gyldighet og troverdighet (Jacobsen, 2015, s. 16). Kravet til validitet er at undersøkelsen skal gi svar på problemstillingen. Kravet til reliabilitet er at undersøkelsen skal være utført på en troverdig måte (Jacobsen, 2015, s. 17).

Validitet deles inn i to kategorier, intern og ekstern validitet. Intern validitet handler om kvaliteten på dataene som analyseres. Det vil si, om dataene man har gir dekning for funnene man har gjort. Ettersom oppgaven tar sikte på å estimere en aksjekurs basert på dataene, vil den interne være viktig. Ekstern validitet handler om hvorvidt funnene man har gjort kan generaliseres til andre sammenhenger (Jacobsen, 2015, s. 17). Som en følge av at jeg skal finne verdien av SalMar på et gitt tidspunkt, hvor resultatet kun kan benyttes for dette selskapet, vil ikke ekstern validitet være aktuelt i min sammenheng.

Essensen av reliabilitet, er at funnene ikke inneholder åpenbare feil som gjør at sluttresultatet blir galt. Dette fører til at resultatene er relevante for problemstillingen som er satt for oppgaven (Jacobsen, 2015, s. 17). Derfor er det viktig at jeg begrunner, utdyper og forklarer mine funn underveis i verdsettelsen for at sluttresultatet skal være pålitelig og reliabelt. Det er viktig å ta hensyn til at det ikke finnes noen perfekt forskningsprosess. Alle prosesser vil bestå av feil og mangler i større eller mindre grad. Det handler om å være presis og i stand til å utrede for mulige svakheter ved resultatet (Jacobsen, 2015, s. 17).

5. Analyse av historisk informasjon

I dette kapitlet skal jeg analysere SalMars historiske informasjon med ulike analyseteknikker. Som en følge av at den fremtidige kontantstrømmen bestemmer verdien til selskapet, er det viktig å analysere historisk data for å lage en god prognose for fremtidig kontantstrøm. Ved å benytte data flere år tilbake i tid, vil man redusere risikoen for å overvurdere selskapets fremtidige inntjening. På denne måten vil man enklere kunne se lønnsomheten i lavkonjunkturer, høykonjunkturer og normale år (Kaldestad & Møller, 2016, s. 46-47). Koller et al (2020) understreker at det er viktig å benytte tidshorisont på minimum ti år. Årsaken er at man kan avgjøre om selskapet og bransjen trender mot et normalår etter konjunkturer, og om enkelte trender kan bli permanente (Koller et al., 2020, s. 258).

Det stilles også krav til sammenlignbarhet. Som nevnt i kapittel 4.3, så er selskaper som er listet på Oslo Børs eller Euronext pålagt å benytte IFRS som regnskapsspråk. Bransjeutvalget, SalMar, Mowi, Lerøy og Grieg er alle listet på Oslo Børs. Følgelig er

selskapene pålagt bruk av IFRS som regnskapsspråk og vil derav være sammenlignbare.

5.1 Analyseperiode

Regnskapsperioden jeg har valgt strider med Koller et al. (2020) sin minimumsperiode på ti år. Det er uenighet i litteraturen om hvor mange år som er nødvendig for å få valide og reliable resultater. Plenborg & Kinserdal (2020) forklarer at det vil være nok med 3-5 år med regnskapsdata, ettersom selskaper er i kontinuerlig endring. SalMar har endret seg kontinuerlig siden oppstart gjennom blant annet teknologisk utvikling og oppkjøp. Av den grunn møter jeg Plenborg og Kinserdal (2020) og Koller et al. (2020) på halvveien og velger seks år med regnskapsdata.

5.2 Analyse av regnskapstall

I dette delkapittelet skal jeg redegjøre for de historiske regnskapstallene til SalMar. Tallene er hentet fra SalMar sine egne årsrapporter. Jeg avkorter resultatregnskapet ned til driftsresultatet, i tillegg presenterer jeg den finansielle balansen.

5.2.1 Historiske regnskapstall

NOK 1000	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsresultat	NOK	NOK	NOK	NOK	NOK	NOK
Salgsinntekter	10 755 452	11 301 338	12 202 197	12 856 778	14 971 988	20 070 115
Andre driftsinntekter	61 786	41 216	35 392	55 563	71 957	88 164
Varekost	-4 722 474	-4 585 491	-5 770 027	-5 870 577	-7 327 973	-9 599 414
Bruttoresultat	6 094 764	6 757 063	6 467 562	7 041 764	7 715 972	10 558 865
Lønn og personalkostnader	-929 100	-1 040 438	-1 202 494	-1 319 961	-1 539 686	-1 893 764
Andre driftskostnader	-1 584 825	-1 768 036	-1 479 023	-1 902 210	-2 442 610	-3 446 233
EBITDA	3 580 839	3 948 589	3 786 045	3 819 593	3 733 676	5 218 868
Avskrivninger og nedskrivninger	-418 612	-487 778	-718 449	-812 093	-806 680	-1 037 695
EBIT	3 162 227	3 460 811	3 067 596	3 007 500	2 926 996	4 181 173

Tabell 1 Driftsresultat

Tabell 1 viser utviklingen i driftsresultatet til SalMar de siste seks årene. Driftsresultatet har hatt en marginal nedgang fra 2018 - 2021, før det tok seg kraftig opp i 2022. Nedgangen skyldes at kostnadspostene har økt marginalt sammenlignet med salgsinntektene. Økningen i 2022 skyldes først og fremst den rekordhøye lakseprisen. Salgsinntektene har økt med 87% fra 2017 til 2022, mens *varekostnaden* og *andre driftskostnader* har økt med henholdsvis 107% og 117%. Avskrivninger og nedskrivninger er den posten som har størst prosentvise økning med 148%. Covid-19

i 2020 og 2021 kan ha noe av skylden for økte vare- og andre driftskostnader grunnet økt inflasjon og økte priser på varer og tjenester.

Finansiell balanse	2017		2018		2019		2020		2021		2022	
NOK 1000	NOK	NOK	NOK	NOK	NOK	NOK	NOK	NOK	NOK	NOK	NOK	NOK
Eiendeler												
Anleggsmidler												
Immatrielle eiendeler												
Konsesjoner, patenter og lignende	2 478 510	2 957 486	4 295 467	6 172 183	7 487 421	14 875 519						
Goodwill	446 465	446 465	446 465	441 130	752 063	2 999 859						
Andre immatrielle eiendeler	-	-	-	212 918	290 986	415 674						
Sum immatrielle eiendeler	2 924 975	3 403 951	4 741 932	6 826 231	8 530 470	18 291 052						
Varige driftsmidler												
Bygninger, tomter og andre driftsmidler	3 604 770	3 591 490	4 369 921	5 554 028	7 133 246	11 131 221						
Rett til bruk eiendeler	-	-	569 700	848 767	876 803	1 386 604						
Sum varige driftsmidler	3 604 770	3 591 490	4 939 621	6 402 795	8 010 049	12 517 825						
Finansielle anleggsmidler												
Investering i tilknyttet selskap	1 023 796	1 188 971	717 819	752 562	1 174 428	2 371 747						
Investeringer i aksjer og andeler	393	394	472	472	7 512	42 434						
Pensjonsmidler	1 379	7 324	1 510	7 217	8 655	2 802						
Andre fordringer	55 284	18 812	94 415	90 747	109 898	328 876						
Sum finansielle anleggsmidler	1 080 852	1 215 501	814 216	850 998	1 300 493	2 745 859						
Sum anleggsmidler	7 610 597	8 210 942	10 495 769	14 080 024	17 841 012	33 554 736						
Omløpsmidler												
Biologiske eiendeler	4 135 523	5 305 616	5 720 810	5 988 790	7 280 824	11 754 721						
Andre varer	259 050	459 934	468 728	680 999	647 220	929 877						
Sum varer	4 394 573	5 765 550	6 189 538	6 669 789	7 928 044	12 684 598						
Fordringer												
Kundefordringer	501 112	630 061	739 429	588 989	934 934	1 414 135						
Andre fordringer	242 866	289 416	330 332	435 947	479 617	662 978						
Sum fordringer	743 978	919 477	1 069 761	1 024 936	1 414 551	2 077 113						
Kontanter og kontantekvivalenter	177 098	239 596	230 990	223 447	901 644	2 712 707						
Sum omløpsmidler	5 315 649	6 924 623	7 490 289	7 918 172	10 244 239	17 474 418						
Eiendeler til salgs						11 471 809						
Sum eiendeler	12 926 246	15 135 565	17 986 058	21 998 196	28 085 251	62 500 963						
Egenkapital og gjeld												
Egenkapital												
Inskutt egenkapital												
Aksjekapital	28 325	28 325	28 325	28 325	29 450	36 285						
Egne aksjer	-189	-140	-94	-58	-26	-3 185						
Overkurs	415 286	415 286	415 286	415 286	3 101 961	12 182 189						
Annen inskutt egenkapital	114 188	153 895	201 508	248 394	295 105	343 902						
Sum inskutt egenkapital	557 610	597 366	645 025	691 947	3 426 490	12 559 191						
Opptjent egenkapital												
Annen egenkapital	7 022 449	8 450 748	8 362 685	9 159 069	9 803 859	6 796 778						
Sum opptjent egenkapital	7 580 059	9 048 114	9 007 710	9 851 016	13 230 349	19 355 969						
Ikke kontrollerende eierinteresser	88 069	91 729	732 391	1 135 886	2 252 827	4 798 794						
Sum egenkapital	7 668 128	9 139 843	9 740 101	10 986 902	15 483 176	24 154 763						
Gjeld												
Langsiktig gjeld og forpliktelser												
Pensjonsforpliktelser	-	-	-	-	-	17 877						
Utsatt skatt	1 362 222	1 541 431	1 757 557	1 828 109	2 258 689	1 927 804						
Gjeld til kredittinstitusjoner	811 027	689 927	2 751 570	3 677 627	4 906 560	18 349 972						
Langsiktig leieforpliktelse	344 972	329 190	488 871	769 128	750 747	1 152 216						
Sum langsiktig gjeld og forpliktelser	2 518 221	2 560 548	4 997 998	6 274 864	7 915 996	21 447 869						
Kortsiktig gjeld												
Gjeld til kredittinstitusjoner	243 633	733 583	381 539	1 438 435	571 274	3 442 121						
Kortsiktig leieforpliktelse	-	14 604	140 733	164 567	216 419	273 081						
Leverandørgjeld	1 248 975	1 194 760	1 305 050	2 056 323	2 317 308	3 337 649						
Betalbar skatt	672 448	690 717	588 455	537 833	543 307	2 612 569						
Skyldig offentlig avgifter	170 716	300 591	218 923	110 839	263 887	350 512						
Annen kortsiktig gjeld	404 125	500 919	613 258	428 430	773 884	1 269 954						
Sum kortsiktig gjeld	2 739 897	3 435 174	3 247 958	4 736 427	4 686 079	11 285 886						
Gjeld tilnyttet eiendeler til salgs	-	-	-	-	-	5 612 445						
Sum gjeld	5 258 118	5 995 722	8 245 956	11 011 291	12 602 075	38 346 200						
Sum egenkapital og gjeld	12 926 246	15 135 565	17 986 057	21 998 193	28 085 251	62 500 963						

Tabell 2 Balanseregnskap

Tabell 2 viser balanseoppstillingen til SalMar i analyseperioden. Egenkapital og gjeld har økt med 384% fra 2017 til 2022. Økningen skyldes at SalMar har utvidet driften og kjøpte opp flere selskaper, i tillegg til oppstarten av InnovaNor og Ocean Farm 1. Den særlige økningen fra 2021 til 2022 skyldes sammenslåingen og oppkjøpet med NRS og NTS.

5.2.2 Omgruppering av regnskapet

Mange selskaper har eiendeler hvor kontantstrømmen ikke er tilknyttet hovedvirksomheten og av den grunn ikke er med i resultatregnskapet. Kontantstrømmen som disse eiendelene genererer, tas ikke med i den frie kontantstrømmen og må derfor verdsettes separat (Koller et al., 2020, s. 149). Et vanlig årsregnskap er satt sammen av resultatregnskap, balanseregnskap og kontantstrømpoppstilling. Slik regnskapet er satt opp i henhold til IFRS, er det vanskelig å forstå den operasjonelle prestasjonen og resultatet.

Balansen kombinerer operasjonelle og ikke operasjonelle eiendeler, i tillegg til kilder til finansiering. På lik måte kombinerer resultatregnskapet inntekter, kostnader, ned- og avskrivninger på immaterielle og ikke operasjonelle eiendeler. For å analysere årsregnskapet, er jeg avhengig av å omgruppere det for å skille mellom operasjonelle og ikke operasjonelle poster og kilder til finansiering. Dette er viktig for å unngå dobbelttelling, utelate kontantstrømmer eller utelate poster som kunstig øker resultatet (Koller et al., 2020, s. 189). På den måten kan jeg redegjøre for engangsposter og poster som vil oppstå regelmessig i fremtiden (Kaldestad & Møller, 2016, s. 64).

For ordens skyld vil jeg dele opp tabellene og figurene. Første steg vil være å presentere valgene jeg har tatt i de ulike postene og presentere NOPLAT. NOPLAT oversettes til *netto driftsresultat minus justerte skatter*. NOPLAT presenterer det operasjonelle resultatet. I motsetning til netto årsresultat som viser resultatet som er tilgjengelig for aksjeeiere, vil NOPLAT belyse hva som er tilgjengelig for alle investorer, aksjeeiere og kreditorer med interesser i selskapet (Koller et al., 2020, s. 171).

5.2.2.1 Klassifisering av poster

Salgsinntekter og andre driftsinntekter: SalMar driver oppdrett av atlantisk laks. Salgsinntektene til selskapet er primært fra salg av laks, enten fra Norge eller på Island, gjennom Icelandic Salmon. Selskapet har også en minoritetsinntekt fra salg av tjenester som er knyttet opp til innhøsting av fisk. SalMar har delt andre driftsinntekter inn i tre poster: kompensasjon, leieinntekt og andre operasjonelle inntekter. Ettersom dette er en liten del av totalinntektene til SalMar, i tillegg til at kompensasjon og leieinntekt har vært relativt stabile, anser jeg disse som normale.

Varekostnadene til SalMar følger produksjonsvolum og oppdrett av laks. Dette er en post som vil eksistere så lenge selskapet opererer. Denne posten anses derfor som normal.

Lønnskostnader og andre personalkostnader er i likhet med varekostnadene løpende i sammenheng med driften til selskapet. Ifølge notene til årsrapporten, ligger det elementer knyttet til pensjon og andre fordeler for de ansatte. Posten anses som normal, da jeg kan anta at alle elementene i posten vil eksistere i fremtiden.

Andre driftskostnader handler i hovedsak om vedlikehold, strøm, tredjepartstjenester, frakt, forsikring, reisekostnader og andre operasjonelle kostnader. Elementene i denne posten har vært stabilt økende i takt med produksjonen og jeg kan derfor anta at de fortsatt vil eksistere i fremtiden. Posten *anses* derfor som normal.

Avskrivninger er kostnader som faller løpende med driften til anleggene og eiendelene, og anses følgelig som normal.

Nedskrivninger handler i hovedsak om nedskrivninger av materielle og immaterielle eiendeler. Disse eiendelene anses ikke som driftsrelaterte, og posten utelates av følgende grunn.

Tapskontrakter og virkelig verdijusteringer er poster som kan klassifiseres som unormale på grunn av at postene varierer mye fra år til år. Uforutsigbarheten gjør at de blir vanskelige å predikere frem i tid, som gjør at jeg utelater postene.

Finansinntekter og finanskostnader er ifølge notene til regnskapet, renteinntekter og rentekostnader. Elementene vil forekomme hvert år, men på grunn av at de varierer mye, vil de være vanskelig å estimere fremover. På grunn av at jeg skal presentere NOPLAT, vil disse postene utelates.

Ikke – kontrollerende eierinteresser er en post der SalMar har eierandeler under 50% i tilknyttede selskaper. Resultatet av posten sier meg ingenting om prestasjonene til de ulike selskapene og vil følgelig utelukkes.

Other Comprehensive Income samler opp ulike elementer. Eksempelvis omregningsdifferanser og hedging-resultater. Disse vil variere stort fra år til år og vil følgelig utelates.

5.2.2.2 NOPLAT

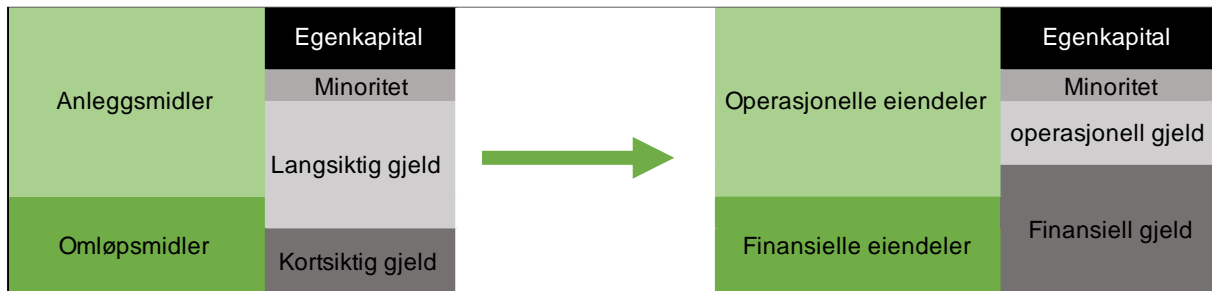
NOPLAT fokuserer på resultatet som driften genererer og som er tilgjengelig for investorer og kreditorer tilknyttet selskapet. Jeg benytter meg av den alminnelige skattesatsen til aksjeselskaper på 22%. Nedenfor i Tabell 3, presenterer jeg det omgrupperte resultatregnskapet som resulterer i driftsresultatet NOPLAT etter skatt. Ifølge Koller et al. (2020) er det ikke behov for å beregne skatt på EBITA. Det skyldes at rapportert skatt som regel inneholder ikke-operasjonelle poster og er derfor ikke et veldig godt estimat (Koller et al., 2020, s. 378). Jeg har likevel beregnet skatt på 22% for ordens skyld.

NOPLAT	2017	2018	2019	2020	2021	2022
NOK 1000	NOK	NOK	NOK	NOK	NOK	NOK
Salgsinntekter	10 755 452	11 301 338	12 202 197	12 856 778	14 971 988	20 070 115
Andre driftsinntekter	61 786	41 216	35 392	55 563	71 957	88 164
Varekost	-4 722 474	-4 585 491	-5 770 027	-5 870 577	-7 327 973	-9 599 414
Bruttoresultat	6 094 764	6 757 063	6 467 562	7 041 764	7 715 972	10 558 865
Lønn og personalkostnader	-929 100	-1 040 438	-1 202 494	-1 319 961	-1 539 686	-1 893 764
Andre driftskostnader	-1 584 825	-1 768 036	-1 479 023	-1 902 210	-2 442 610	-3 446 233
EBITDA	3 580 839	3 948 589	3 786 045	3 819 593	3 733 676	5 218 868
Avskrivninger	-414 686	-487 778	-716 807	-780 972	-803 136	-1 001 053
EBITA	3 166 153	3 460 811	3 069 238	3 038 621	2 930 540	4 217 815
Skatt av EBITA	-696 554	-761 378	-675 232	-668 497	-644 719	-927 919
NOPLAT	2 469 599	2 699 433	2 394 006	2 370 124	2 285 821	3 289 896

Tabell 3 Omgruppert resultatregnskap

5.2.3 Omgruppert balanseoppstilling

Balanseoppstillingen er, i henhold til IFRS, oppstilt med fokus på eiendeler og gjeld, fordelt på kortsiktig og langsiktig gjeld, i tillegg til operasjonelle og finansielle eiendeler. IFRS balanseoppstilling er derfor utformet som en kredittrisikoanalyse (Penman, 2013, s. 241). Etersom jeg ønsker å se investorerrettet, må jeg omgruppere balansen for å finne ut av hva som er vekst- og lønnsomhetsdriverne i selskapet. Det vil bli gjort som illustrert i Figur 14 nedenfor.



Figur 14 Omgrupperte balanseposter (Kaldestad & Møller, 2016, s. 36)

Det er viktig å skille på operasjonelle og finansielle eiendeler, så vel som operasjonelle og finansielle obligasjoner. De operasjonelle balansepostene blir brukt til å generere inntekt, men de finansielle postene blir brukt til å finansiere driften (Penman, 2013, s. 241).

5.2.3.1 Operasjonelle eiendeler

Operasjonelle eiendeler, er eiendeler som til daglig er en del av driften. Ved et eventuelt salg av en slik eiendel vil det ramme driften til selskapet.

SalMars immaterielle eiendeler er inndelt i konsesjoner, goodwill og utvikling/rettigheter/patenter. Disse vil jeg anse som operasjonelle eiendeler ettersom konsesjonene gir SalMar rett til å drive oppdrett av laks, rettighetene/patentene er viktig for at SalMar skal kunne operere og goodwill i form av sitt eget og oppkjøpte selskaps gode rykte. Goodwill har ligget stabilt på samme nivå, med en økning i 2022. Dette gjør at posten anses som normal og jeg kan følgelig forvente at SalMar vil ha goodwill i fremtiden.

Varige driftsmidler innebærer bygninger, tomter, maskiner og andre eiendeler som kommer driften til gode. Dette er midler som til daglig er med på å generere inngående kontantstrøm for selskapet og vil følgelig anses som operasjonelle.

Finansielle anleggsmidler inneholder investeringer i tilknyttede selskap, investeringer i aksjer og andeler, pensjonsmidler og andre fordringer. Investeringer i tilknyttede selskap velger jeg å kategorisere som en operasjonell eiendel, da det er rimelig å anta at de tilknyttede selskapene er med på å genere driftsresultatet til selskapet. Postene som omhandler investeringer i aksjer og andeler og pensjonsmidler anser jeg som finansielle eiendeler, da disse ikke er knyttet direkte til driften av selskapet. Andre fordringer skiller ikke på operasjonelle og finansielle eiendeler i oppstillingen, men i notene skiller de posten ut i kundefordringer og andre fordringer. Andre fordringer anses som finansiell, da dette er en eller flere fordringer som er omgjort til lån.

5.2.3.2 Omløpsmidler

Biologiske eiendeler og andre varer er dårlig beskrevet i notene til årsrapporten. Av det jeg kan tyde, er at det er eiendeler og varer som blir brukt til driften og følgelig skaper resultater for selskapet. Posten anses følgelig som operasjonell.

Kundefordringer er utstående beløp mot kunder eller kontraktører hvor beløpet stammer direkte fra drift og salg av atlantisk laks. Posten anses som operasjonell.

Andre fordringer er vanskelig å tolke, ettersom den er dårlig beskrevet i notene. Ifølge notene, omhandler deler av beløpet derivater knyttet opp til drift og kontantstrøm, mens andre deler ikke er godt gjort rede for. Jeg tolker derfor denne posten som finansiell, ettersom deler av posten er derivater.

Kontant og kontantekvivalenter anses å være en finansiell eiendel siden det ikke er knyttet direkte til driften, men er en likvid eiendel for sikker og bærekraftig drift.

5.2.3.3 Egenkapital

Alle postene under egenkapital vil bli tatt med som operasjonell under omgrupperingen av balanseoppstillingen.

5.2.3.4 Gjeld

Langsiktig gjeld

Utsatt skatt oppstår på grunn av midlertidige forskjeller i regnskapsmessige og skattemessige verdier (Synega, 2021). Verdiene vil forlytte seg frem i tid så lenge den skattemessige avskrivningen er høyere enn den regnskapsmessige, eller at man selger mer eiendeler enn man investerer (Synega, 2021). Posten anses som en operasjonell forpliktelse.

Gjeld til kredittinstitusjoner og langsiktig leieforpliktelse anses begge som finansielle forpliktelser, da de blir brukt til å finansiere driften eller eiendelene til selskapet.

Kortsiktig gjeld

Gjeld til kredittinstitusjoner anses for å være finansiell, da dette er forfallende rentebærende gjeld.

Kortsiktig leieforpliktelse anses for å være finansiell, ettersom posten inneholder rentebærende forpliktelser.

Leverandørgjeld anses for å være operasjonell, da dette er en forpliktelse knyttet til driften av selskapet.

Betalbar skatt anses for å være en operasjonell forpliktelse.

Skyldige offentlige avgifter anses for å være en operasjonell forpliktelse.

Annen kortsiktig gjeld anses for å være en operasjonell forpliktelse.

5.2.3.5 Omgruppert balanseoppstilling

Balansepostenes klassifisering presenteres i den omgrupperte balanseoppstillingen i Tabell 4. Jeg har forkortet den ved å slå sammen tilhørende poster. Videre i Tabell 5, presenteres netto operasjonelle eiendeler, netto operasjonell arbeidskapital og investert kapital. Investert kapital sier noe om hvor mye kapital selskapet trenger til å finansiere driften, uten å hensynta hvordan den blir finansiert.

Omgruppert balanse	2017	2018	2019	2020	2021	2022
NOK 1000	NOK	NOK	NOK	NOK	NOK	NOK
Eiendeler						
Operasjonelle eiendeler	7 553 541	8 184 412	10 399 372	13 981 588	17 714 947	33 180 624
Operasjonelle omløpsmidler	4 895 685	6 395 611	6 928 967	7 258 778	8 862 978	14 098 733
Sum operasjonelle eiendeler	12 449 226	14 580 023	17 328 339	21 240 366	26 577 925	47 279 357
Finansielle eiendeler	57 056	26 530	96 397	98 436	126 065	374 112
Finansielle omløpsmidler	419 964	529 012	561 322	659 394	1 381 261	3 375 685
Eiendeler til salgs						11 471 809
Sum finansielle eiendeler	477 020	555 542	657 719	757 830	1 507 326	15 221 606
Totale eiendeler	12 926 246	15 135 565	17 986 058	21 998 196	28 085 251	62 500 963
Egenkapital	7 668 128	9 139 843	9 740 101	10 986 902	15 483 176	24 154 763
Gjeld						
Langsiktig operasjonell gjeld	1 362 222	1 541 431	1 757 557	1 828 109	2 258 689	1 927 804
Kortsiktig operasjonell gjeld	2 496 264	2 686 987	2 725 686	3 133 425	3 898 386	7 570 684
Sum operasjonell gjeld	3 858 486	4 228 418	4 483 243	4 961 534	6 157 075	9 498 488
Langsiktig finansiell gjeld	1 155 999	1 019 117	3 240 441	4 446 755	5 657 307	19 520 065
Kortsiktig finansiell gjeld	243 633	748 187	522 272	1 603 002	787 693	3 715 202
Gjeld tilknyttet eiendel til salgs						5 612 445
Sum finansiell gjeld	1 399 632	1 767 304	3 762 713	6 049 757	6 445 000	28 847 712
Sum gjeld	5 258 118	5 995 722	8 245 956	11 011 291	12 602 075	38 346 200
Sum egenkapital og gjeld	12 926 246	15 135 565	17 986 057	21 998 193	28 085 251	62 500 963

Tabell 4 Omgruppert balanseoppstilling

Investert kapital	2017	2018	2019	2020	2021	2022
NOK 1000	NOK	NOK	NOK	NOK	NOK	NOK
Operasjonelle eiendeler	7 553 541	8 184 412	10 399 372	13 981 588	17 714 947	33 180 624
Langsiktig operasjonell gjeld	-1 362 222	-1 541 431	-1 757 557	-1 828 109	-2 258 689	-1 927 804
Netto operasjonelle eiendeler	6 191 319	6 642 981	8 641 815	12 153 479	15 456 258	31 252 820
Operasjonelle omløpsmidler	4 895 685	6 395 611	6 928 967	7 258 778	8 862 978	14 098 733
Kortsiktig operasjonell gjeld	-2 496 264	-2 686 987	-2 725 686	-3 133 425	-3 898 386	-7 570 684
Operasjonell arbeidskapital	2 399 421	3 708 624	4 203 281	4 125 353	4 964 592	6 528 049
Investert kapital	8 590 740	10 351 605	12 845 096	16 278 832	20 420 850	37 780 869
Netto investert		1 760 865	2 493 491	3 433 736	4 142 018	17 360 019

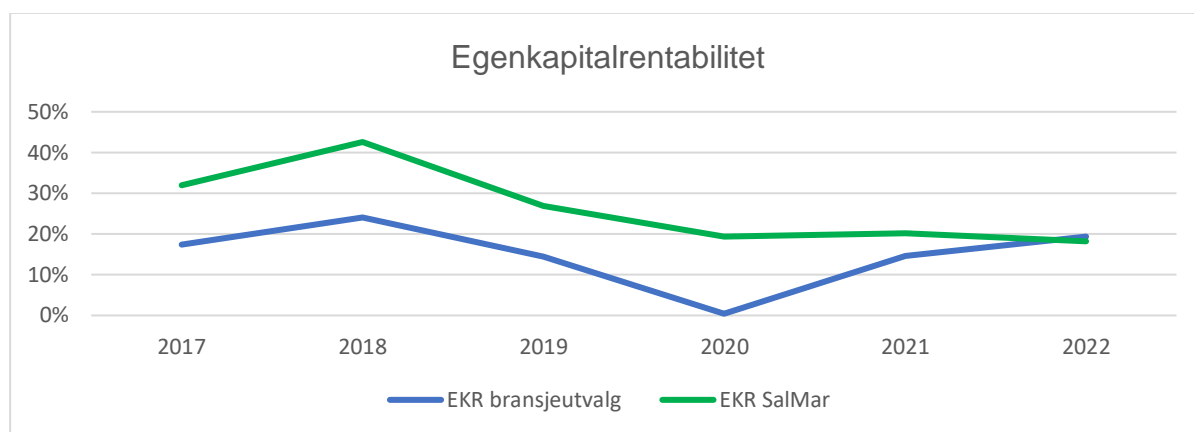
Tabell 5 Eiendeler, arbeidskapital & investert kapital

5.3 Analyse av lønnsomhet

Å analysere lønnsomheten til et selskap utføres for å avdekke deres evne til å tjene penger basert på ressursene de har til rådighet (Langli, 2016, s. 685). Dette betyr at jeg vil utrede selskapets økonomiske utvikling i tidsperioden. Langli (2016) påpeker at det er umulig å beregne den underliggende økonomiske utviklingen på grunn av at eiendeler ikke har en reell markedsverdi. Derfor må jeg benytte meg av regnskapstall for å kunne si noe om lønnsomheten til selskapet. For å tydeliggjøre at jeg benytter meg av regnskapstall, bruker jeg begrepet rentabilitet. Rentabilitet er kjent som lønnsomhet basert på historiske regnskapstall og informasjon (Langli, 2016, s. 685). I dette delkapittelet vil jeg presentere ulike lønnsomhetsmål, hvor jeg fokuserer på rentabilitet, likviditet, soliditet og avkastning på investert kapital (ROIC).

5.3.1 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabilitet (EKR) måler den regnskapsmessige avkastningen på kapitalen investorene har investert i selskapet (Langli, 2016, s. 688). Investert kapital vil jeg anse som innskutt kapital i tillegg til opptjent kapital. Det er viktig at investert kapital måles med et resultatmål, som indikerer hvor stor avkastning investorene sitter igjen med. Det mest vanlige resultatmålet er ordinært resultat etter skatt med eventuelle minoritetsinteresser. Det er derfor viktig at man tar med minoritetsinteresser i egenkapitalen, slik at man beholder koblingen mellom resultat og egenkapital (Langli, 2016, s. 688).

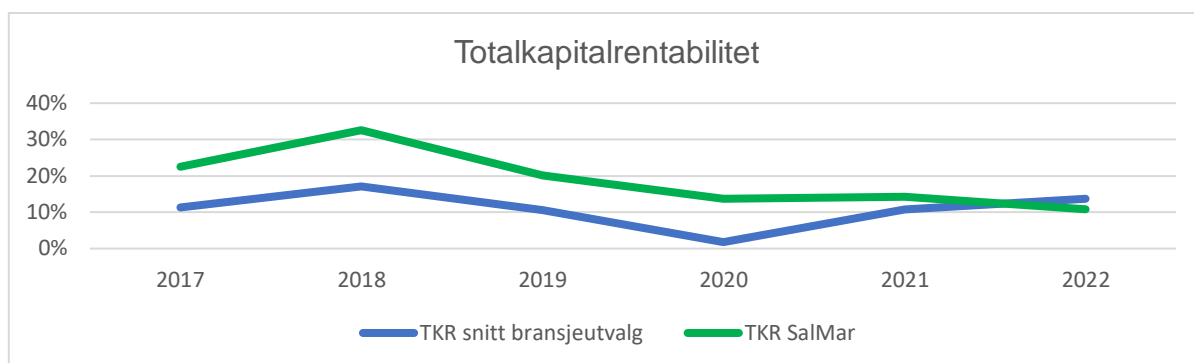


Figur 15 Egenkapitalrentabilitet, SalMar og bransjeutvalget

I Figur 15 ovenfor, presenteres den historiske egenkapitalrentabiliteten til SalMar og gjennomsnittet til bransjeutvalget. Figuren viser at SalMar har hatt høyere EKR enn bransjeutvalget frem til og med 2021. I 2022 har SalMar og bransjeutvalgets EKR vært relativt lik. Det betyr at eierne i SalMar historisk sett har hatt høyere avkastning per investerte krone, enn eierne i de komparative selskapene. I snitt de siste seks årene har egenkapitalrentabiliteten til SalMar vært på 26,55%.

5.3.2 Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabiliteten (TKR) definerer hvor stor inntjeningen selskapet har hatt på den totale kapitalen, uten å hensynta hvordan kapitalen er finansiert. Det betyr at man belyser hvor stor verdiskapningen til balansens eiendelsside har vært i løpet av en bestemt periode (Langli, 2016, s. 689). I Figur 16 presenteres totalkapitalrentabiliteten til SalMar sammenlignet med gjennomsnittet til bransjeutvalget.



Figur 16 Totalkapitalrentabilitet, SalMar & bransjeutvalget

Figur 16 viser at SalMar ligger jevnt over gjennomsnittet til bransjeutvalget frem til og med 2021. I likhet med egenkapitalrentabiliteten, er SalMars TKR noe lavere enn bransjeutvalget i 2022. Årsaken til at SalMars TKR er relativt lav i 2022, er den økte veksten i total kapital målt mot resultatet. Trenden er likevel relativt lik for begge linjene i diagrammet. Det er derfor rimelig å anta at det er en fellesnevner som påvirker bransjen. Det kan eksempelvis være spot-prisen på atlantisk laks som påvirker resultatet og omsetningen i bransjen. SalMars høyere total kapitalrentabilitet betyr at de har høyere inntjening målt mot størrelsen på total kapitalen sammenlignet med bransjeutvalget, med unntak av i 2022.

5.3.3 Kortsiktig risiko - likviditet

En likviditetsanalyse utføres for å finne selskapets evne til å betale de kortsiktige forpliktelsene og fordringene ved forfall (Penman, 2013, s. 684). Kortsiktige kreditorer, leverandører og investorer er opptatt av likviditetsgraden, fordi de ønsker å vite sannsynligheten for å bli tilbakebetalt i tide. Det samme gjelder de langsiktige fordrings- og forpliktelseshaverne. Fordringshaverne er avhengig av at selskapet vil eksistere i fremtiden for å få tilbakebetalt. Dersom SalMar ikke klarer å betale sine løpende forpliktelser, finnes det ingen fremtid (Penman, 2013, s. 684).

Hvor likvid et selskap er, måles i likviditetsgrad. Desto høyere forholdstallet er, jo mer likvid er selskapet til å møte sine forpliktelser. Jeg vil presentere to typer likviditetsgrader, som omtales som likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2. Forskjellen på hvordan likviditetsgrad 1 og 2 beregnes, er at likviditetsgrad 1 benytter alle omløpsmidler målt mot kortsiktig gjeld, mens likviditetsgrad 2 tar de mest likvide omløpsmidlene målt mot den kortsiktige gjelden. Langli (2016) forklarer at

likviditetsgrad 1 burde være større enn 1 (Langli, 2016, s. 709). Det er derimot vanskelig å si noe konkret om hva likviditetsgrad 2 burde være. Det skyldes at selskaper har ulike metoder for bruk av likviditetsreserver. Selskaper som kun benytter kassakreditt som likviditetsreserve vil ha lavere likviditetsgrad 2, enn et selskap som benytter bankinnskudd eller aksjeinvesteringer som reserve. Langli (2016) påpeker videre at det derfor vil være et godt estimat på hva som er en god likviditetsgrad 2 ved å sammenligne selskapet opp mot bransjen (Langli, 2016, s. 714). Likningene for likviditetsgrad 1 og 2 er presentert i Formel 3 og 4 nedenfor.

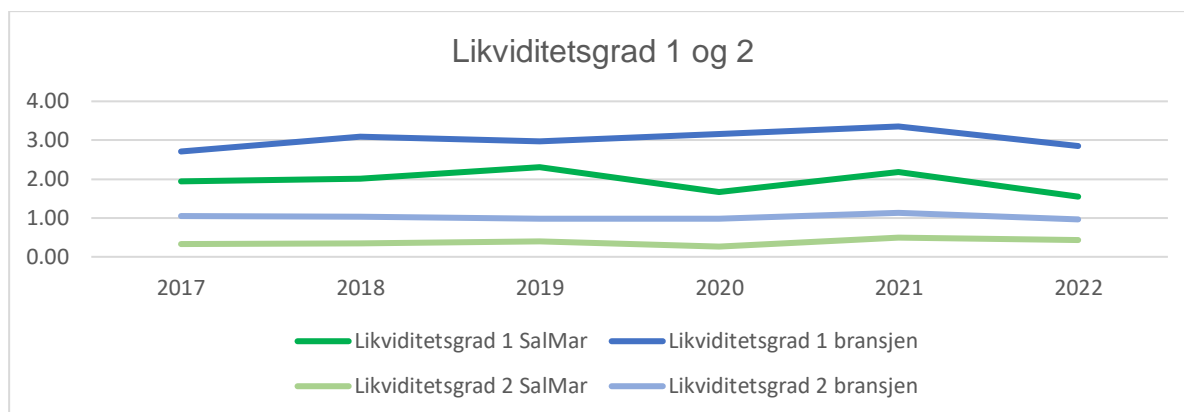
$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Formel 3 Likviditetsgrad 1

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

Formel 4 Likviditetsgrad 2

I Figur 17 presenteres likviditetsgrad 1 og 2 for SalMar og snittet til bransjeutvalget.



Figur 17 Likviditetsgrad 1 og 2, SalMar og bransjeutvalget

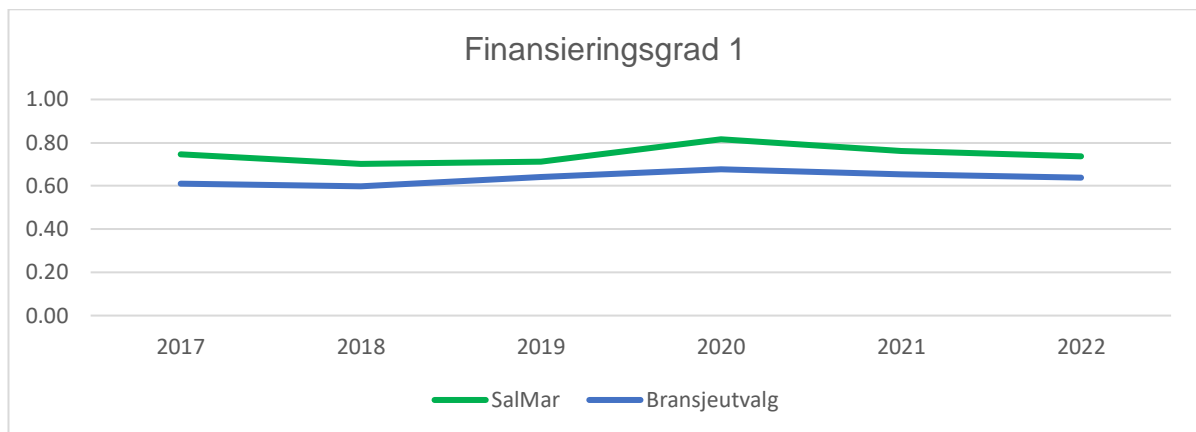
Belyst i Figur 17, ligger SalMar sin likviditetsgrad 1 over kravet, men under snittet til bransjeutvalget. SalMar sin likviditetsgrad 2 ligger lavt og under snittet til bransjen. Årsaken er at brorparten av omløpsmidlene til SalMar er biologiske eiendeler. Det betyr at SalMar kan ha problemer med å betale de kortsiktige forpliktelsene med de mest likvide omløpsmidlene. SalMar vil også ha utfordringer med å skape kontanter fra omløpsmidlene.

5.3.4 Langsiktig risiko - soliditet

En soliditetsanalyse gjennomføres for å kartlegge om selskapet vil være i stand til å møte de fremtidige og langsiktige forpliktelsene, i tillegg til å se på selskapets robusthet for eventuelle tap (Penman, 2013, s. 686). Jeg vil presentere tre forskjellige soliditetsmål for SalMar, henholdsvis finansieringsgrad 1, egenkapitalandel og gjeldsgrad.

5.3.4.1 Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 belyser hvor mye av anleggsmidlene som er finansiert med langsiktig kapital (Langli, 2016, s. 709). Forholdstallet til finansieringsgrad 1 burde være mindre enn 1. Dersom den er mindre enn 1 og likviditetsgrad 1 er større enn 1, vil den langsiktige kapitalen være med å finansiere deler av omløpsmidlene i tillegg til anleggsmidlene (Langli, 2016, s. 709). I Figur 18 nedenfor, presenterer jeg finansieringsgrad 1 for SalMar og bransjeutvalget.



Figur 18 Finansieringsgrad 1, SalMar og bransjeutvalget

Figur 18 viser at SalMar sin finansieringsgrad 1 ligger under 1. Det betyr at anleggsmidlene er finansiert med langsiktig kapital, noe som også er ønskelig. SalMar ligger likevel høyere enn bransjeutvalget, hvilket betyr at de har noe dårligere finansieringsgrad sammenlignet med bransjen, men likevel godt innenfor hva som betegnes som bra.

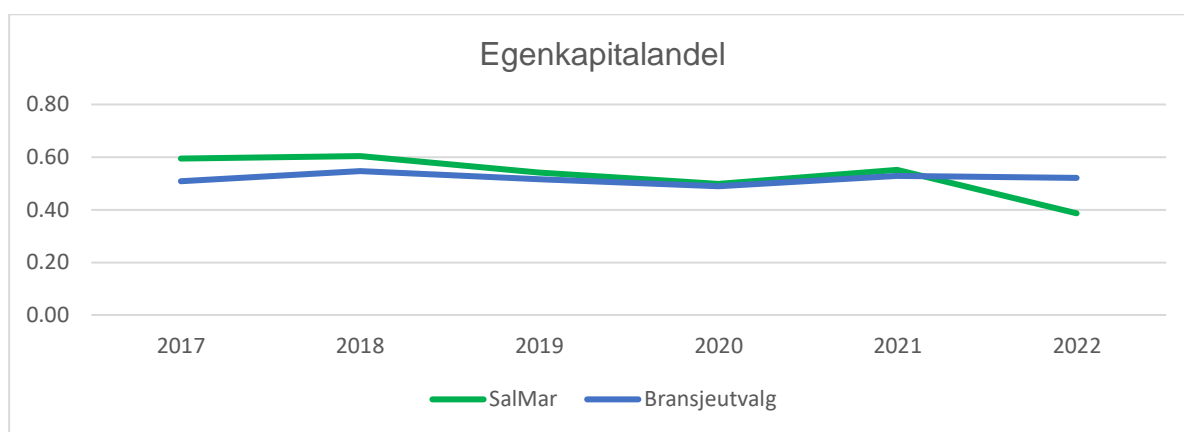
5.3.4.2 Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen beskriver hvor stor del av total kapitalen som er finansiert med egenkapital (Langli, 2016, s. 709). Egenkapitalandelen belyser derfor hvor mye av egenkapitalen må reduseres før kravene til kreditorer og andre fordringshavere står i

fare for å ikke bli betalt. Desto høyere egenkapitalandel, jo bedre soliditet har selskapet (Langli, 2016, s. 709). Formelen for egenkapitalandelen presenteres i Formel 5 nedenfor. I Figur 19 presenteres utviklingen til egenkapitalandelen for SalMar og bransjeutvalget.

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}}$$

Formel 5 Egenkapitalandel

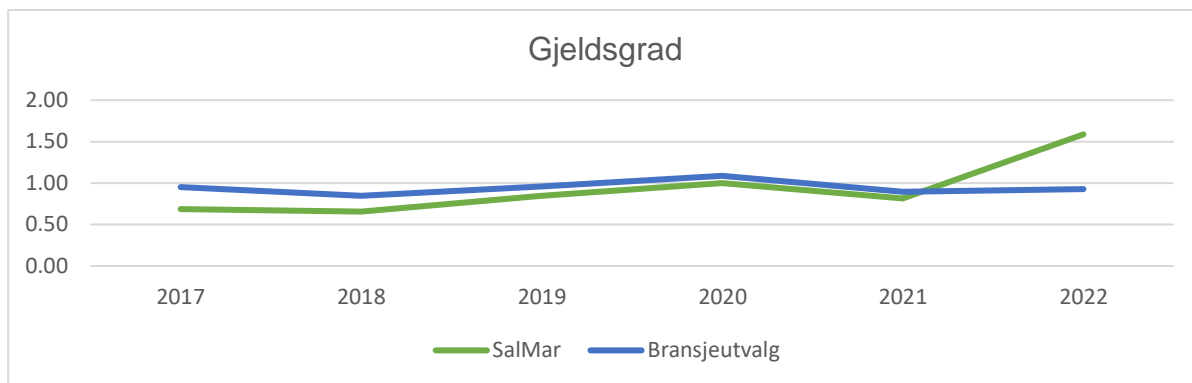


Figur 19 Egenkapitalandel, SalMar og bransjeutvalget

Som presentert i Figur 19, ligger SalMar og bransjeutvalget med en egenkapitalandel over 50% frem til 2021. SalMar har hatt marginalt høyere egenkapitalandel enn bransjeutvalget i perioden 2017-2021. Dette betyr at de har finansiert større del av totalkapitalen med egenkapital sammenlignet med bransjen. Årsaken til at egenkapitalandelen falt til 39% i 2022, er sammenslåingen og oppkjøpet med NTS og NRS. Disse transaksjonene gjorde at totalkapitalen og særlig gjelden økte betydelig, som igjen fører til lavere egenkapitalandel.

5.3.4.3 Gjeldsgrad

Gjeldsgraden til et selskap beskriver forholdet mellom kapital anskaffet gjennom eksterne aktører og kapital bundet opp i selskapet (Langli, 2016, 709). I motsetning til egenkapitalandelen som burde være høyest mulig, er det ønskelig at gjeldsgraden skal være så liten som mulig. Det skyldes at gjeldsgraden belyser hvor mange kroner i gjeld selskapet har per krone egenkapital (Langli, 2016, s. 709). I Figur 20 nedenfor, presenterer jeg SalMar og bransjeutvalgets gjeldsgrad.

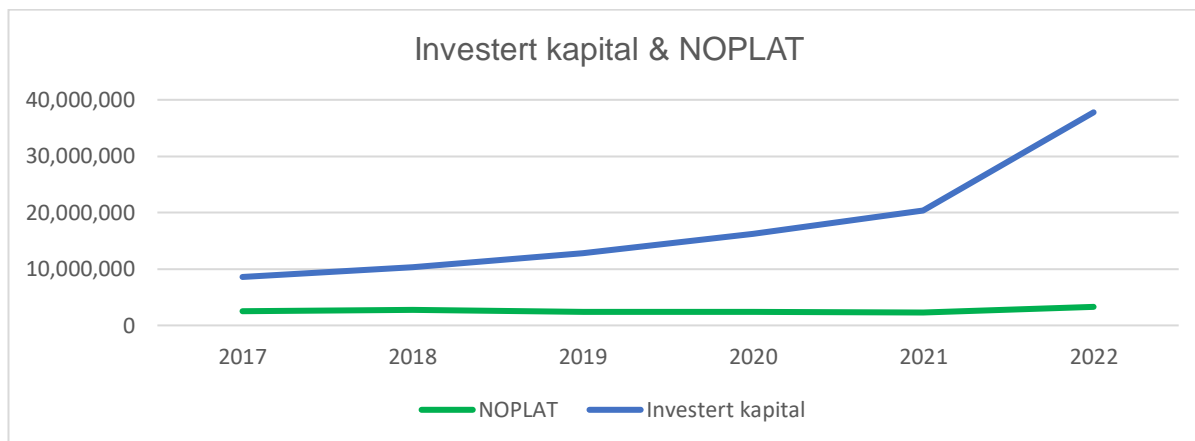


Figur 20 Gjeldsgrad, SalMar og bransjeutvalget

Som presentert i Figur 20, har SalMar hatt lavere gjeldsgrad enn bransjen, med unntak av 2022. I 2022, som nevnt over om egenkapital, økte den totale gjelden til SalMar grunnet en rekke transaksjoner. Det har ført til at SalMar har gått fra 1 krone, til 1,5 krone gjeld per krone egenkapital. At SalMar har gjeldsgrad på 1,5 gjør at de har dårligere soliditet sammenlignet med bransjen. Likevel er trenden for SalMar og bransjen relativt lik, med unntak av 2022. Dette styrker teorien om at det er en eller flere fellesnevnerer som styrer hvordan selskapene finansieres og driftes.

5.3.5 Avkastning på investert kapital (ROIC)

Et selskap vil generere verdi når avkastningen på investert kapital er større enn den alternative kapitalkostnaden (Koller et al., 2020, s. 17). Dersom avkastningen på investert kapital er lik eller lavere enn alternativkostnaden, er det ingen garanti for at vekst skaper merverdi til selskapet (Koller et al., 2020, s. 17). Ettersom jeg tidligere benyttet meg av NOPLAT med selskapskatt, finner jeg ROIC ved å dele NOPLAT på investert kapital. I Figur 21 presenteres utviklingen til NOPLAT og investert kapital. I Tabell 6 presenteres ROIC.



Figur 21 Utviklingen til NOPLAT & investert kapital

ROIC	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Avkastning på investert kapital	29 %	26 %	19 %	15 %	11 %	9 %

Tabell 6 Avkastning på Investert kapital (ROIC)

Som presentert i Figur 21 og Tabell 6 ovenfor, har utviklingen i investert kapital og avkastningen på investert kapital gått hver sin vei. SalMar har økt investeringene gjennom perioden, men på grunn av at årsresultatet har ligget stabilt, har ikke avkastningen fulgt investerte kroner. Koller et al. (2020) forklarer at det er rimelig å anta at man vil ha en alternativ avkastning i aksjemarkedet på 10%. SalMar har ligget over 10% samtlige år, med unntak av 2022. Om den negative trenden fortsetter, kan det være mer attraktivt for investorer å plassere penger i aksjemarkedet fremfor i selskapet (Koller et al., 2020, s. 18). Likevel vil det være rimelig å anta at investeringene som ble gjort i 2022 med NRS og NTS vil skape merverdi i fremtiden.

5.4 Nøkkeltallsanalyse

Nøkkeltall, NOK 1000	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Snitt
Salgsinntekter	10 755 452	11 301 338	12 202 197	12 856 778	14 971 988	20 070 115	
Andre driftsinntekter	61 786	41 216	35 392	55 563	71 957	88 164	
% Endring		5 %	8 %	6 %	17 %	34 %	14 %
Varekostnader	4 722 474	4 585 491	5 770 027	5 870 577	7 327 973	9 599 414	
% Endring		-3 %	26 %	2 %	25 %	31 %	
% av salgsinntekt	43,7 %	40,4 %	47,2 %	45,5 %	48,7 %	47,6 %	45,5 %
Bruttoresultat	6 094 764	6 757 063	6 467 562	7 041 764	7 715 972	10 558 865	7 439 332
Margin	56 %	60 %	53 %	55 %	51 %	52 %	54 %
EBITDA	3 580 839	3 948 589	3 786 045	3 819 593	3 733 676	5 218 868	4 014 602
Margin	33 %	35 %	31 %	30 %	25 %	26 %	30 %
Andre driftskostnader	1 584 825	1 768 036	1 479 023	1 902 210	2 442 610	3 446 233	
% av salg	15 %	16 %	12 %	15 %	16 %	17 %	15 %
Operasjonell arbeidskapital	2 399 421	3 708 624	4 203 281	4 125 353	4 964 592	6 528 049	4 321 553
% av salg	22 %	33 %	34 %	32 %	33 %	32 %	31 %
Slaktevolum	131 000	159 000	166 000	173 500	198 200	193 700	
% Endring		21 %	4 %	5 %	14 %	-2 %	8 %

Tabell 7 Nøkkeltall

5.4.1 Salgsinntekt og varekostnader

Salgsinntektene har vært stabilt økende frem til og med 2020. I 2021 og 2022 har SalMar hatt en særlig økt vekst med henholdsvis 17% og 34% sammenlignet med året før. Varekostnaden har også vært variable gjennom årene. Varekostnadene hadde en relativt stor vekst i 2021 og 2022 sammenlignet med året før. Likevel har varekostnadene målt mot salgsinntektene hatt et relativt jevnt nivå de siste fire årene. Økte varekostnader kan skyldes den unormale prisveksten på råvarer i etterdønningene av Covid-19. Tatt i betraktning at SalMar ikke har egen for-

produksjon, men kjøper inn fôr fra leverandører, skal selskapet være fornøyd om varekostnaden er under 50% av salgsinntektene. På grunn av at SalMar har hatt stor vekst de siste par årene, som gjør at gjennomsnittsvæksten har økt betraktelig, velger jeg å nedjustere vekstraten til salgsinntektene. Gjennomsnittsvæksten til SalMar har vært 14% de siste seks årene. Det vil ikke være rimelig å anta at det vil fortsette. Jeg nedjusterer derfor vekstraten til 8% årlig vekst. 8% årlig vekst står i stil med veksten til slaktevolumet som har vært 8% i samme periode.

5.4.2 EBITDA, arbeidskapital & andre driftskostnader

SalMars gjennomsnitts-EBITDA har de siste årene vært på 4 mrd NOK, med en margin på 30%. Av Tabell 7 ser jeg at EBITDA-marginen har hatt en negativ trend gjennom tidsperioden med et bunnpunkt på 25% i 2021. Andre driftskostnader ligger relativt stabilt på rundt 15%. Dette er kostnader for blant annet vedlikehold, strøm, tredjepartstjenester, frakt, forsikring og reisekostnader som vil øke med driften av selskapet. Arbeidskapitalen har holdt et forholdsvis stabilt nivå sammenlignet med samme års salgsinntekter. Det betyr at SalMar ikke spiser av de likvide midlene etter at kortsiktige fordringer er betalt. Arbeidskapitalen har et snitt på 31%. Det gjør at 31% av salgsinntekten er bundet opp til reinvesteringer av driftsrelatert poster (Kaldestad & Møller, 2016, s. 77).

6. Strategisk analyse

I dette kapitlet skal jeg utrede den strategiske analysen basert på teorien jeg presenterte i kapittel 3.

6.1 PESTEL

I PESTEL-analysen skal jeg belyse de underliggende temaene i PESTEL, herunder politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og juridiske forhold.

6.1.1 Politiske & juridiske forhold

Oppdrettsnæringen er en strengt regulert bransje. På grunn av strenge reguleringer, velger jeg å knytte politiske og juridiske forhold sammen. Det fremgår av oppdrettsloven av 1985 § 3 at ingen kan bygge, innrede, utvide, erverve, drive, eie

eller inneha majoritetsinteresser i anlegg for oppdrett av fisk og skalldyr uten tillatelse fra departementet (Oppdretsloven, 1985, § 3). Dette innebærer at ingen personer eller foretak starte oppdrett av laks, ørret eller regnbueørret uten å ha konsesjoner for oppdrett. Konsesjonene styrer også hvor mye selskapene har lov til å produsere i løpet av et kalenderår.

Myndigheten innførte i 2017 en trafikklyssordning hvor kysten ble delt inn i 13 produksjonsdeler. Hensikten med trafikklyssystem er å regulere oppdrettet av laks, ørret og regnbueørret i de ulike områdene. Med dette systemet kan myndighetene holde oversikt over hvilke områder som kan øke veksten og hvilke områder som har oppnådd maksimal kapasitet, i tillegg kontroll på det bærekraftige aspektet ved oppdrett (Regjeringen, 2022). Trafikklyssystemet kommer av at akvakulturloven av 2005 stiller krav til selskapene som bedriver oppdrett. Kravene er blant annet miljøovervåking, opprydding og beskyttelse av bestemte områder og tiltak mot rømming (Laksefakta, 2021).

Et annet politisk og juridisk forhold man må ta i betraktning, er betydningen av olje og gass. Vi er på vei mot det allmennheten kaller «det grønne skiftet». Om det grønne skiftet innebærer mindre produksjon og eksport av olje og gass, kan man spekulere i om myndighetene øker kapasiteten til oppdrettsbransjen, ettersom norsk sjømat er en av de største eksportnæringene vi har i landet. Hvordan dette vil utvikle seg er selvfølgelig usikkert.

Fra 01.01.21 innførte myndighetene avgift per produserte fisk målt per kilo sløyd vekt. Avgiftssatsen har økt til 56 øre per kilo sløyd fisk i 2023 (Skatteetaten, u. å.). I tillegg ønsker myndighetene å innføre en grunnrenteskatt på 40% fra 2023. Dette forslaget ble lagt frem høsten 2022. Det gjør at oppdrettsselskapene skatter mer enn det mange mener er forsvarlig, med tanke på at eierne skal ha avkastning. Det siste forslaget som er fremmet per 14. april 2023, er 35% grunnrenteskatt.

6.1.2 Økonomiske forhold

Økonomiske forhold er makroforholdene som påvirker lønnsomheten av et selskap eller bransje (Hill et al., 2020, s. 65). Ettersom økonomiske forhold kan være så mangt, velger jeg noen enkeltfaktorer som kan ha en relativ betydning for næringen.

6.1.2.1 Laksepris

Lakseprisen styres som alle andre varer i markedet, av etterspørsel. Om etterspørsel er høy, går lakseprisen opp, og om produksjonsvolumet øker i forholdet til etterspørselen, synker prisene. Som belyst tidligere, har trendene til bransjeutvalget korrelert med SalMar. Det er derfor rimelig å anta at lakseprisen som genererer salgsinntektene har stor innflytelse på bransjen. Lakseprisen har vært, og vil fortsatt være utsatt for store fluktuasjoner som presentert i kapittel 2.2.3, selv om etterspørselen har vært jevnt stigende. Dette innebærer at salgsinntektene ikke nødvendigvis vil stige like sterkt som produksjons- og eksportvolum.

6.1.2.2 Valutakurs

Valutakursen vil ha stor betydning for prisdannelsen i Norge og salgsinntekten til bransjen dersom de opererer med norske kroner. Av bransjeutvalget, er det kun Mowi som opererer med euro som valuta. Europeiske land med unntak av USA og Kina, er på topp ti listen over land Norge eksporterte mest til i 2022 (Amundsen & Grønning, 2023). Dette betyr at de fleste salgsinntektene bransjen har, kommer som euro. Derfor er utviklingen mellom den norske kronen og euro en viktig del av lønnsomheten.

De siste årene har den norske kronen vært historisk svak sammenlignet med euro. Det er i utgangspunktet bra for de norske selskapene som øker sin konkurransekraft i utlandet og øker inntjeningen sin i norske kroner. Det som fremgår av regnskapet og notene, er at bransjen løser valutautfordringen ved å hedge valutarisikoen. Selskapene gjør det ved å åpne kontraktsposisjoner for å sikre dagens valutakurs. Det gjøres for å eliminere store deler av valutasvingningene, og selskapene kan dermed ha mer stabile inntjeningene enn om de ikke hadde hedget risikoen.

6.1.2.3 Inflasjon

Den globale- og lokale inflasjonen påvirker lønnsomheten til bransjen. De siste årene etter Covid-19, har inflasjonen satt nye rekorder. Sammenlignet med Norges Bank sitt inflasjonsmål på 2-3% årlig, var konsumprisindeksen fra januar 2022 til januar 2023 på 7%. For eksempel i Norge, har prisstigningen vært på 13,4% i Covid-19 perioden fra mars 2020 til januar 2023. Inflasjonen merkes spesielt på varekostnader og nærmere bestemt kostandene tilknyttet fôr.

6.1.2.4 Rentenivå

Basert på hvordan finansieringsstrukturen ser ut, vil rentenivået ha en påvirkning på finanspostene. Som belyst i kapittel 5.3.4.3, er gjeldsgraden i underkant av 1, som betyr at selskapene har rett i underkant av 50% gjeld. Ettersom totalkapitalen består av 50% gjeld, vil hver prosentvis renteøkning ha innflytelse på resultatet. Styringsrenten til Norges Bank er den viktigste faktoren på lånerenten. Styringsrenten var i utgangen av 2022 på 2,75%. Norges Bank benytter styringsrenten for å stabilisere økonomien og prisveksten i samfunnet. Med unntak av Covid-19 årene, 2020 og 2021 hvor styringsrenten var 0%, har styringsrenten ligget mellom 0,5% og 2,75% de siste ti årene. På grunn av usikkerheten rundt rentenivået i dagens situasjon, vil investorene kreve høyere avkastningskrav.

6.1.3 Sosiokulturelle forhold

Sosiokulturelle forhold handler om hvordan endringer i sosiale verdier og normer i samfunnet påvirker en bransje (Hill et al., 2020, s. 68). Med en stadig økende global befolkning som vil nærme seg 10 milliarder innen 2050, vil det være økt behov for mat og råvarer (Frugård, 2022). Fisk og sjømat er kjent som sunne matvarer da de inneholder mange av næringsstoffene man trenger. Selv om man har tilgang til sunne og helsebringende matvarer, er det en økende trend av overvekt og fedme. Av myndige i USA, hadde over 37% BMI som tilsvarer fedme i 2016, til sammenligning med Norge hvor andelen var 23% (Amundsen, 2018). Sett hen til dagens søkelys på sunnhet og helse, mener jeg det vil bli større etterspørsel etter sunne matvarer som laks i fremtiden.

6.1.4 Teknologiske forhold

Teknologiske forhold handler om hvordan teknologiske endringer påvirker en bransje (Hill et al., 2020, s. 67). Oppdrettsbransjen er avhengig av effektivitet for å være lønnsomme. Effektivitet krever ofte at teknologien må være ny, god og at logistikken er gjennomtenkt. Oppdrettsbransjen har gjennomgått store transformasjoner siden 1990-tallet. Den tradisjonelle metoden er oppdrettsanlegg langs kysten, hvor fisken føres i store merder før de blir fraktet til land for sløyning og prosessering. Som tidligere nevnt har SalMar bygget et havbasert oppdrettsanlegg. Dette kan ha en positiv påvirkning på fisken, da den vil være nærmere sitt naturlige habitat. Det er også gjort

forsøk på, og drives landbasert oppdrett av laks (Berglihn & Furuset, 2023). Ved landbasert oppdrett avles og fôres fisken i store brønner/tanker på land. På den måten fjerner man det naturlige habitatet til fisken, men man oppnår lavere miljøavtrykk ettersom laksen ikke rømmer i tillegg til at det er enklere å spore sykdom.

Det er kostbart å utvikle ny teknologi, spesielt når man leter etter nye metoder og anlegg for oppdrett. Det oppdrettsselskapene gjør, er at de samarbeider med andre store industrikonsern for å hente teknologi og infrastruktur. SalMar på sin side, samarbeider med Aker ASA for å bygge og drifte sine havbaserte oppdrettsanlegg. Til tross for at dette er kostbart, gjør det at en større andel av oppdrettslaksen kan selges, siden selskapene er kapable til å redusere dødeligheten.

6.1.5 Miljømessige forhold

Miljømessige forhold beskriver hvordan klima, miljø og økologiske forhold påvirker en bransje eller næring. Miljømessige forhold er en stor trussel for oppdrettsbransjen. Det er kjent at bransjen sliter med fiskedødelighet på grunn av lakselus og andre sykdommer, selv om det har blitt bedre med årene. Oppdrettsnæringen har også problemer med at laksen rømmer fra anleggene. Utfordringene med lakselus, sykdom og rømning, utgjør en trussel mot den naturlige floraen i havet, i tillegg til at det vil ha genetisk betydning for villaks-avlen.

Flere selskaper undersøker mulighetene for økt produksjon av økologisk laks. Utfordringen med produksjon av økologisk laks, er at det vil kreve flere og større anlegg for å holde produksjonsvolumet på dagens nivå. Dette skyldes at tettheten i merdene er lavere i den økologiske produksjonen. Økt antall og størrelse på oppdrettsanleggene vil også føre til høyere klimautslipp som er skadelig for miljø og natur (Lybæk, 2022). Et alternativ er å benytte havbasert oppdrett i større grad. Årsaken er at man kan ha samme produksjonsvolum, men med mye mindre fisketetthet. Det vil føre til lavere andel lakselus og andre sykdommer, men til gjengjeld vil det ta lang tid å bygge.

6.1.6 Oppsummering av PESTEL

Målet med PESTEL-analysen var å belyse de største mulighetene og truslene bransjen står ovenfor. Med bakgrunn i analysen jeg har gjennomført, mener jeg at de

største truslene og utfordringene ligger i det miljømessige aspektet. Lakselus, og rømming utgjør en miljøtrussel, ettersom de påvirker genetikken til villaksen. Til tross for utfordringene, har bransjen muligheter til å utvikle seg innenfor rammene som er nødvendig for å ivareta miljøet. Dette kan de gjøre med utvikling av teknologi. Om bransjen klarer å utvikle ny teknologi, kan de redusere miljøtrusselen ved rømming og sykdommer, men også ha en mer effektiv produksjonsprosess. En mer effektiv produksjonsprosess som skaper ekstra produksjonskapasitet, kan være smart for å møte den økende etterspørselen av atlantisk laks.

6.2 Porters fem krefter

Porter fem krefter er et analyseverktøy som brukes til å utrede bransjens største konkurransekrefter og konkurranseforhold.

6.2.1 Trussel fra nye aktører

Trusler fra nye aktører i bransjen kan påvirke lønnsomheten til etablerte selskaper, slik som SalMar. Årsaken til at nye aktører ønsker å komme inn i bransjen, er at oppdrettsbransjen har vært lukrativ over lang tid. Likevel vil nye aktører stå ovenfor inngangsbarrierer. Forskjellen fra selskaper i andre bransjer, er begrensningene i oppdrettsloven og akvakulturloven. Følgelig at ingen kan starte et nytt oppdrettsselskap uten godkjenning fra myndighetene. Det skyldes at myndighetene styrer antall konsesjoner, som igjen styrer mengden laks selskapene kan produsere på ulike lokaliteter. En annen inngangsbarriere som følger ved oppstart av et oppdrettsselskap, er etableringskostnadene. Etableringskostnadene knytter seg til blant annet anskaffelse av konsesjoner, anlegg, teknologi, merder, infrastruktur og logistikk. Dette er kostnader som man kan se på som betydelige.

Basert på det ovennevnte, ser jeg relative inngangsbarrierer ved etablering av nytt selskap. Likevel har det vært en lønnsom bransje som er attraktiv for nye kapitalsterke investorer. Etter min oppfatning er det de eksisterende, men små selskapene, sammenlignet med bransjeutvalget som utgjør den største trusselen. Følgelig anser jeg trusselen fra nye aktører som moderat.

6.2.2 Kundenes forhandlingsmakt

Europa er atlantisk laks største eksportkontinent, i tillegg til USA og Kina. Kundene til en næring kan ha betydelig forhandlingsmakt siden de avgjør omsetningen til bransjen. Dersom ingen kunder handler varene til bransjen, vil det heller ikke være lønnsomt å operere. Etterspørselen av atlantisk laks er høy, og vil trolig bli høyere i fremtiden. Ettersom bransjen som regel selger laks på kontrakt til grossister og videresalgsforetak, vil ikke enkeltkunder ha betydelig forhandlingsmakt alene. Om 1000 enkeltindivider boikotter laks, vil det ikke ha betydning for omsetningen til bransjen. Dersom jeg antar at ett land er en kunde, kan tapene bli betydelige.

Så lenge bransjen fortsetter utviklingen bærekraftig, i tillegg til å levere varene av samme kvalitet, skal det mye til for at laks blir faset ut av markedskreftene. Samtidig er laks noe man kan anse som er standardvare på det globale markedet, som gjør at forbrukerne har lave byttekostnader. Dette gjør at jeg anser kundenes forhandlingsmakt som moderat, selv om det er lite som tyder på at trusselen er av betydelig skala.

6.2.3 Trussel fra substitutter

Et substitutt er et produkt eller tjeneste som kan gi, eller dekke, det samme behovet for konsumenten som det opprinnelige produktet i bransjen eller selskapet (Porter, 1980, s. 23). For eksempel, i et tilfelle hvor laks er hovedkomponenten i et måltid, vil substituttene være andre typer fisk og skalldyr som dekker samme behov og derfor kan erstatte laksen. Om jeg ser på Norge, er det høyt konsum av ørret og torsk i tillegg til laks. På grunn av at torsk faller innunder kategorien mager fisk, vil ikke torsk være et direkte substitutt for laks. Det betyr at kun ørret og annen fisk som går under kategorien fet fisk, er direkte substitutter for laks.

Likevel har utviklingen i matvarebransjen kommet langt. Det betyr at det finnes kosttilskudd som erstatter et for lavt inntak av fet fisk. På grunn av at kosttilskudd kan dekke behovet for manglende inntak av laks, anser jeg fisk på generelt grunnlag som et fullverdig substitutt for laks. Under kategorien fisk, er det mange forskjellige arter som kan gi samme gode matopplevelse. Prisdannelse er også et betydelig punkt for forbrukeren. Laks er ikke den billigste fisken man kan kjøpe i butikk. Det kan føre til at

det er flere som velger alternativer fremfor laks. På bakgrunn av ovennevnte, anser jeg trusselen fra substitutter som moderat.

6.2.4 Trussel fra leverandører

Det er forskjellige leverandører til ulike formål i oppdrettsnæringen. Som belyst i resultatregnskapet, er en av de største kostandspostene koblet til varer. I posten varekostnader, er fôr den største kostnadsdriveren. Følgelig anser jeg derfor fôrleverandørene som den største og viktigste trusselen. Foruten Mowi som har egen fôrproduksjon, er resten av bransjeutvalget avhengig av eksterne leverandører. De siste årene er det særlig tre produsenter som har vært ledende innen fôrproduksjon, herunder Skretting, BioMar og Cargill (EWOS) (Witzøe, 2019).

Ettersom bransjeutvalget er de største aktørene globalt, er det rimelig å anta at SalMar, Grieg og Lerøy vil følge Mowi sine fotspor med eget fôrproduksjonsanlegg i fremtiden. Leverandørene er avhengig av bransjen, ettersom fôret er spesialtilpasset atlantisk laks. Denne kombinasjonen gjør at leverandørene vil ha mindre makt enn om det kun hadde vært ensidig avhengighet. Et annet moment, er at det eksisterer konkurranse i fôrmarkedet. Det gjør at leverandørene selv må holde prisene nede for å være attraktive. På bakgrunn av ovennevnte, anser jeg derfor trusselen fra leverandører som moderat/lav.

6.2.5 Trussel fra konkurrenter

Et selskaps lønnsomhet kan bli truet dersom det er for stor konkurranse i bransjen, eller at selskapet ikke lenger klarer å utnytte sine fordeler. I Norge finnes det rundt 150 oppdrettsselskaper (Misund, 2023). Selv om det er mange konkurrerende selskaper, er det store forskjeller på størrelsen til selskapene. De fire selskapene i bransjeutvalget kontrollerer til sammen rundt 50% av markedet. Laks kan likevel ses på som et relativt homogent produkt, og markedet forventer at like varer prises likt. I tillegg til homogeniteten til laks, er norsk oppdrett underlagt norske myndigheters kontroll. Dette gjør at dagens situasjon forblir uendret, med mindre myndigheten utsteder flere konsesjoner eller at bransjen bli mer konsolidert.

Man kan se på den norske oppdrettsbransjen som relativt satt. Dette skyldes antall konsesjoner og at det er store forskjeller på selskapene. Det betyr at det er lite som truer de eksisterende selskapene i særlig grad. Trusselbildet kan deles inn i to, der de største selskapene utgjør en gruppe og de små og mellomstore den andre gruppen. For de store selskapene, Mowi, SalMar, Lerøy og Grieg, i tillegg til de to-tre neste på listen, anser jeg trusselen fra eksisterende konkurrenter som lav. På den andre siden med de små og mellomstore selskapene, anser jeg trusselen som moderat/betydelig. Årsaken er at de største selskapene har kapital til å utvide driften gjennom oppkjøp.

6.2.6 Oppsummering av Porters fem krefter

Oppsummert setter jeg porters fem konkurransekrefter som en totalvurdering til moderat/lav. Trusler fra nye aktører er satt til moderat, ettersom oppdrett er en lønnsom bransje og attraktiv for nye kapitalsterke investorer. Trusler fra kunder er også moderat siden det er enkelte land Norge eksporterer mye til. Ved en handelsboikott fra ett, eller flere av de store eksportlandene, kan det få store konsekvenser. Trusler fra substitutter ble betraktet som moderat. Årsaken er at det finnes kosttilskudd som erstatter fet fisk, men det ingen direkte substitutter av laks, med unntak av ørret, makrell og sild. Trusler fra leverandører og konkurrenter er satt til moderat/lav, ettersom det ikke er holdepunkter for at det vil oppstå betydelige endringer fra leverandører og konkurrenter i bransjen fremover.

6.3 Intern analyse - VRIO

I dette delkapittelet skal jeg analysere de interne kapabilitetene til SalMar, og avgjøre om disse er gir eller kan gi et konkurransefortrinn. Videre vil jeg se nærmere på tre kapabiliteter, herunder teknologi og utvikling, lokalisering og produktfokus.

6.3.1 Teknologi og utvikling

SalMar har et stort fokus på teknologi og utvikling (SalMar ASA, 2022). SalMar er det første selskapet til å utvikle og drifte et offshore oppdrettsanlegg som produserer laks. I tillegg til offshore-oppdrett, har selskapet bygget slakteri- og bearbeidingsanleggene InnovaMar og InnovaNor. InnovaMar sto ferdig i 2010 på Frøya, og har en kapasitet på 150 000 tonn laks årlig. InnovaNor er et relativt nytt anlegg på Senja. Dette anlegget

er i likhet med InnovaMar, et slakteri- og bearbeidingsanlegg som initielt har kapasitet på 75 000 tonn årlig (SalMar ASA, 2022, s. 7).

Offshore-oppdrett, InnovaMar og InnovaNor vil være verdifulle for SalMars videre suksess i bransjen, da dette er anlegg som vil øke kapasiteten til selskapet. Anleggene bidrar dessuten til økt sysselsetting, noe som er positivt for samfunnet for øvrig. Det er også rimelig å anta at disse anleggene vil være med å øke lønnsomheten til selskapet i fremtiden på grunn av effektivitets- og logistikkutnyttelse.

Offshore-anlegget Ocean Farm 1, vil jeg kategorisere som sjelden. Dette skyldes at anlegget er det første av sin klasse globalt. Ocean Farm 1 skiller seg ut fra et tradisjonelt oppdrettsanlegg siden det ligger langt til havs, i stedet for langs kysten. Anleggets plassering kan gi økt kapasitet for oppdrett av økologisk laks, ettersom anlegget kan redusere tettheten i merdene uten å redusere produsert volum. InnovaMar og InnovaNor kan ikke kategoriseres som sjeldne. Dette er anlegg selskapet trenger i forbindelse med slakting og videreformidling av fisken, og det er rimelig å anta at andre selskaper har noe tilsvarende.

Tillatelsen til offshore-anlegget ble gitt av myndighetene i 2015 for testing og utvikling av konseptet. Det vil derfor være rimelig å anta at Mowi, Lerøy og Grieg får utviklingskonsesjoner for bygging av offshore-anlegg dersom anlegget blir en suksess. Følgelig anser jeg offshore-anlegget som kopierbart. InnovaNor og InnovaMar er som nevnt to store fabrikker som i de fleste tilfeller er lett å kopiere for andre selskaper. Det kreves likevel store investeringer for selskaper som ønsker å bygge noe tilsvarende. Jeg mener derfor at offshore, InnovaNor og InnovaMar utgjør et konkurransefortrinn for SalMar i en periode fremover. Ocean Farm 1 har gitt SalMar større produksjonskapasitet gjennom flere konsesjoner. InnovaMar og InnovaNor vil alene kunne dekke SalMars totale slaktevolum hvert år. I tillegg til at SalMar vil kunne effektivisere verdikjeden ytterligere. På bakgrunn av dette mener jeg at anleggene er utnyttet.

6.3.2 Lokalisering

SalMar er lokalisert fra Midt-Norge og nordover, i tillegg til anleggene i Skottland og på Island. Dette er lokasjoner med gode forhold for oppdrett av atlantisk laks, på grunn av

kjølig klima med lave vanntemperaturer som minimerer faren for sykdommer og lakselus. Disse forholdene kan være med på å øke kvaliteten på råvarene SalMar produserer.

Lokaliseringen er verdifull for SalMar, da forholdene ligger til rette for å produsere laks av god kvalitet. Samtidig produserer også bransjeutvalget laks av god kvalitet, enda det skjer på andre steder i verden. Selv om lokaliseringen ikke gir kundene ekstra verdi, mener jeg likevel at lokaliseringen er en verdifull faktor ved SalMar. Det skyldes at lokaliseringen er med på å redusere faren for lakselus og sykdommer, som igjen fører til lavere dødsrate. Ikke alle selskaper kan etablere seg i operasjonsområdet til SalMar, på grunn av trafikklyssystemet og at selskapene må holde konsesjoner for gjeldene områder. SalMar er likevel ikke det eneste selskapet som driver oppdrett langs norskekysten, og jeg kan derfor ikke anse lokaliseringen som sjelden.

Om lokaliseringen er kopierbar kommer an på om hvorvidt alle konsesjonene langs norskekysten blir brukt av aktørene. Dersom norskekysten er på maksimalt produksjonsnivå i henhold til trafikklyssystemet, blir lokaliseringen vanskelig å imitere, da det ikke vil være mulig å etablere seg. Selskaper som driver oppdrett langs norskekysten, kan på en annen side skaffe seg konsesjoner gjennom oppkjøp av andre selskaper. Følgelig vil jeg anse lokalisering som kopierbar.

Hvorvidt SalMar utnytter lokaliseringen, er avhengig av om de utnytter konsesjonene og anleggene sine til det maksimale. Ettersom SalMar har bearbeidingsanlegg med kapasitet til det totale slaktevolumet, mener jeg at lokaliseringen er utnyttet. Likevel vil jeg påpeke at SalMar er utsatte for eksempelvis et naturfenomen, ettersom de i hovedsak opererer langs norskekysten. Dersom et naturfenomen skulle inntreffe, vil SalMar med høy sannsynlighet ikke være i stand til å utnytte anleggene sine påfølgende år på grunn av ødeleggelser. Sammenlignet med Mowi, som har oppdrettsanlegg i Chile, har ikke SalMar en veldiversifisert drift. Følgelig kan utnyttelsen forbedres ved å diversifisere driften sin til andre områder i verden.

6.3.3 Produktfokus

SalMars eneste fokus er på oppdrett av laks. Dette gir selskapet verdi i form av at de kan bli spesialister innenfor lakseoppdrett. SalMar sin spesialisering på lakseoppdrett

kan imidlertid gå på bekostning av deres lønnsomhet. Årsaken kan være uforutsette hendelser i lakseavlens som kan gi høy dødelighet, slik som lakselus. Dersom selskapet ikke har andre fiskearter, kan det få store konsekvenser for lønnsomheten. Jeg vil likevel anse produktfokus som en verdifull faktor da det kan bidra til å oppnå bedre kvalitet for konsumentene.

De komparative selskapene kunne stoppet driften av andre fiskearter og fokusert utelukkende på laks. Produktfokus er av følgende grunn kopierbart og heller ikke sjeldent. Til forskjell fra andre selskaper, har SalMar opparbeidet seg spesialisert kompetanse innen lakseoppdrett på grunn av deres produktfokus. Min vurdering er at denne spisskompetansen gir SalMar fortinn på grunn av økt effektivitet- og logistikkutnyttelse. Produktfokus til SalMar handler om oppdrett og salg på inngåtte kontrakter til butikker, land og andre kunder. SalMar har lite fokus på merkevarebygging som kunne medført større global annerkjennelse og kvalitetsstempel. Jeg anser derfor ikke produktfokus til å være fullt utnyttet.

6.4.4 VRIO oppsummert

De største konkurransefortrinnene SalMar besitter er teknologi og utvikling. SalMar vil ha et konkurransefortrinn med Ocean Farm 1 som er det første offshore-anlegget, i tillegg til InnovaNor og InnovaMar. Konkurransefortrinnene vil kun være midlertidig ettersom InnovaNor og InnovaMar er kopierbare og ikke sjeldne. Det samme gjelder for offshore-anlegget, da det vil være rimelig å anta at andre selskaper også får utviklingstillatelse. På grunn av at oppdrettsnæringen er strengt regulert, vil selskapene kun klare å skaffe seg midlertidige konkurransefortrinn. Konkurransefortrinnene vil på sikt bli utvannet, da konkurrentene vil få tilgang på denne teknologien. Følgelig vil det være vanskelig å opparbeide seg langvarige konkurransefortrinn.

6.4 Oppsummering av strategisk analyse – SWOT

Jeg oppsummerer den eksterne analysen i kapittel 6 ved å benytte SWOT. Årsaken til at jeg benytter SWOT, er fordi metoden enkelt gir oversikt over styrker, svakheter, muligheter og trusler. Punktene jeg oppsummerer i SWOT-tabellen er elementene som ble utredet i PESTEL, Porters fem krefter og VRIO-rammeverket.

Styrker	Muligheter
Offshore lakseoppdrett InnovaNor InnovaMar Teknologi og utvikling Kapasitetsutnyttelse	Differensiering av drift til ulike kontinenter Merkevarebygging rettet mot folkehelse Økologisk lakseoppdrett Egen fiskefôr-produksjon Ferdigprodukter Økt behov for sunne råvarer med økt populasjonsvekst
Svakheter	Trusler
Lokalisert kun på et kontinent Store avstander til viktige markeder Ikke egenprodusert fiskefôr Lønnsomheten avhenger av et produkt: laks	Strengere reguleringer Lakselus, rømming og andre sykdommer som gir økt dødelighet Nye aktører Sterkere forhandlingsmakt fra kunder og leverandører Homogeniteten til laks og lave byttekostnader

Tabell 8 SWOT-analyse

Tabell 8 viser at SalMar sine styrker rettes mot teknologi og utvikling gjennom offshore-oppdrett, InnovaMar og InnovaNor. Svakheten til SalMar er at de ikke har veldiversifisert drift og at de ikke produserer eget økologisk fiskefôr. Oppdrettsbransjen står foran mange store muligheter globalt, deriblant økt produksjons- og salgsvolum i forbindelse med økt populasjon og økt fokus på folkehelse. Truslene knytter seg til reguleringer fra myndighetene og til sykdom som kan føre til økt dødelighet.

7. Avkastningskrav

For å neddiskontere fremtidig kontantstrøm tilbake til nåverdi, er jeg avhengig av å estimere SalMars avkastningskrav. WACC er et vektet gjennomsnitt av selskapets kapitalkostnad. Et selskap vil ha ulike kilder til finansiering som bærer ulik risiko. Dette fører til at avkastningskravet vil variere fra finansieringskilde til finansieringskilde (Kaldestad & Møller, 2016, s. 152).

$$WACC = R_e \frac{E}{E + D} + R_d(1 - t) \frac{D}{E + D}$$

Formel 6 WACC

Hvor: E = egenkapitalverdi, D= gjeldsverdi, R_e = egenkapitalkostnad, R_d = gjeldskostnad og t = nominell selskapsskatt

Formel 6 viser at jeg må beregne egenkapital- og gjeldskostnad, og egenkapitals- og gjeldsverdi før jeg kan estimere avkastningskravet (WACC).

7.1 Egenkapitalkostnad

Det finnes tre modeller for å beregne egenkapitalavkastningskravet. Disse er Arbitrage Pricing Model, Fama-Frenchs trefaktormodell og kapitalverdimodellen (Kaldestad & Møller, 2016, s. 154). Jeg vil ta utgangspunkt i kapitalverdimodellen, kjent som CAPM, ettersom den er enklest å anvende (Kaldestad & Møller, 2016, s. 154). Basert på CAPM, vil jeg redegjøre for risikofri rente, avkastning på markedsporteføljen og egenkapitalbeta, som presentert av Formel 7 nedenfor.

$$\text{CAPM: } R_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

Formel 7 Kapitalverdimodellen (CAPM)

Hvor: R_f = risikofri rente, β = egenkapitalbeta og $R_m - R_f$ = markedets risikopremie

7.1.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten kan ses på som avkastning på en portefølje som ikke bærer risiko for mislighold eller konkurs (Kaldestad & Møller, 2016, s. 156). Det betyr at den risikofrie renten ligger til grunn for alle investeringer, og det vil være et minimumskrav at avkastningen er høyere enn den risikofrie renten (Kaldestad & Møller, 2016, s. 156). Renten på statsobligasjoner blir ofte benyttet som referansepunkt til den risikofrie renten. Problemstillingen man møter i valg av statsobligasjonsrente, er hvilken løpetid man skal benytte seg av. Kaldestad & Møller (2016) fremmer ti års statsobligasjonsrente. Årsaken er at den varierer mindre enn en statsobligasjon med kortere løpetid (Kaldestad & Møller, 2016, s. 158). Damodaran (2012) stiller seg også bak bruken av en ti-års statsobligasjon (Damodaran, 2012, s. 157). Likevel er deler av litteraturen uenig i en ti-årlig statsobligasjonsrente. Dette skyldes at man må se på renten som en midlertidig beslutning som kan endre seg over tid. På bakgrunn av dette mener enkelte at det vil være hensiktsmessig å benytte seg av tre-måneders NIBOR (Kaldestad & Møller, 2016, s. 158).

Jeg velger å benytte en ti-årlig statsobligasjonsrente. Årsaken er at jeg oppnår et mer stabilt avkastningskrav enn om jeg hadde valgt en kortere rente. Ettersom jeg antar at SalMar vil leve i «evig tid», mener jeg at det ikke er en ulempe å benytte renten til en ti-årlig statsobligasjon (Kaldestad & Møller, 2016, s. 158). Basert på ovennevnte, tar

jeg gjennomsnittet til den ti-årige statsobligasjonsrenten fra desember 2022, som var $\approx 3,0279$ (Norges Bank, u.å.).

7.1.2 Markedets risikopremie

Risikopremien til markedet defineres som «meravkastningen investorene i aksjemarkedet forventer å få for sin tilstedeværelse i tillegg til den risikofrie renten» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 166). Det er flere metoder å beregne risikopremien, blant annet historisk premie, implisitt markedspremie eller ved hjelp av spørreundersøkelse. De ulike metodene har ulike fordeler, og det finnes heller ikke et klart svar på hva risikopremien skal være. Hva som er riktig markedspremie vil alltid være en subjektiv oppfatning av fremtiden (Kaldestad & Møller, 2016, s. 170). Etersom markedspremien er et krav fra investorene, mener jeg at det er hensiktsmessig å anvende metoden spørreundersøkelse. PricewaterhouseCoopers, heretter kalt PWC, har kartlagt risikopremien i markedet i perioden 2014-2022 ved hjelp av spørreundersøkelse. Medianen har vært stabil på 5,0% hele perioden hvor det vektete snittet også har vært rundt 5%, +/- 0,2% (PWC, 2022). Etersom PWC har et godt renommé som et av verdens største konsulenthus, anser jeg undersøkelsen som troverdig. Jeg vil derfor benytte 5,0% markedspremie videre i analysen.

7.1.3 Egenkapitalbeta

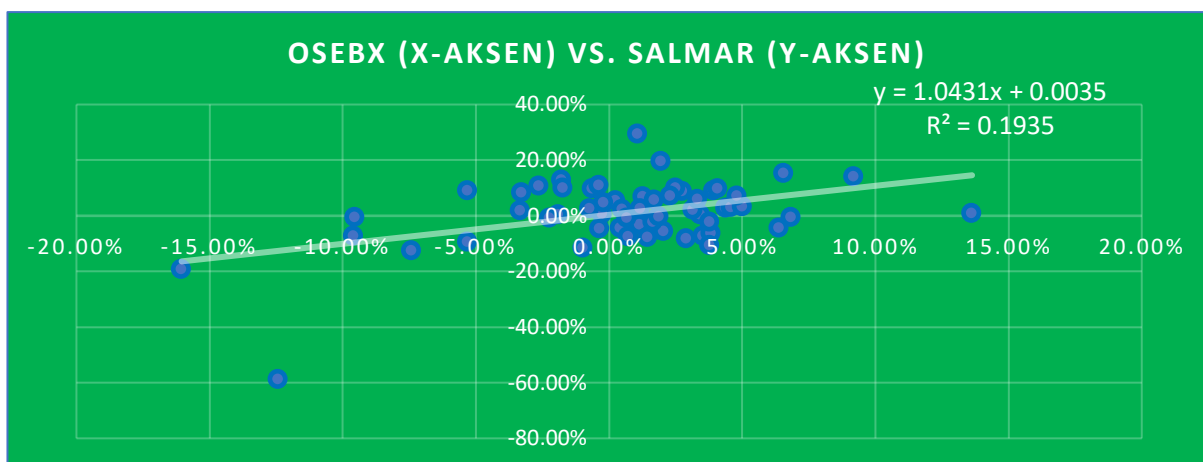
Forholdstallet til egenkapitalbetaen forklarer aksjens risiko sammenlignet med markedet og hvor utsatt aksjen er for den generelle markedsrisikoen (Kaldestad & Møller, 2016, s. 159). Det betyr at betaen beskriver hvor mye aksjeprisen svinger sammenlignet med markedsporteføljen. Dersom aksjens beta er lik 1, vil det si at aksjen følger svingningene til markedsporteføljen. Om betaen er 0,8, vil det si at aksjen svinger 80% av markedsporteføljen. For å estimere selskapets egenkapitalbeta benyttes likningen illustrert ved Formel 8 nedenfor.

$$\text{Egenkapitalbeta: } \beta_E = \frac{\text{Kovarians aksje og markedsportefølje}}{\text{Varians markedsportefølje}}$$

Formel 8 Egenkapitalbeta

Det finnes ulike metoder for å estimere selskapets beta. Man kan kjøre en regresjonsanalyse eller finne betaen gjennom nyhetstjenester (Kaldestad & Møller,

2016, s. 161). Utfordringen med å benytte estimatene fra nyhetstjenester, er at man ikke vet hva slags data som ligger til grunn (Kaldestad & Møller, 2016, s. 162). Jeg velger derfor å benytte regresjonsanalyse til estimering av SalMars beta. I en regresjonsanalyse må man velge tidsperiode og indeks. Tidsperioden jeg bruker er fem år med månedlig avkastning for å unngå at støy fra for lang tidsperiode påvirker resultatet, og at selskapsspesifikke hendelser med for kort tidsperiode påvirker estimeringen (Kaldestad & Møller, 2016, s. 162). SalMar er listet på Oslo Børs som gjør det hensiktsmessig å benytte hovedindeksen OSEBX. Dette kan føre til skjevheter da indeksen er tungt vektet av olje- og gassnæringen, men ettersom jeg ikke har et bedre alternativ velger jeg å benytte OSEBX.



Figur 22 Regresjon, SalMar vs. OSEBX

Regresjonen i Figur 22 viser at SalMar har en beta på tilnærmet lik 1,043. Det vil si at SalMar har en relativt høy beta ettersom aksjen fluktuerer mer enn indeksen. Årsaken til at den bikket 1, kan være kursraset høsten 2022, da nyheten om grunnrenteskatt ble presentert, som vi ser av korrelasjonskoeffisienten på -58%. Man vil ofte se at alle aksjer tendenser mot en beta lik 1 (markedet). Jeg vil derfor benytte det Koller et al. (2020) kaller en betajustering. Betajusteringen utføres ved å vekte selskapsbetaen med 67% og markedsbetaen med 0,33 (Koller et al., 2020, s. 318). Ved å benytte betajustering får jeg egenkapitalbeta tilnærmet lik 1,029 som jeg vil benytte videre i analysen.

7.1.4 Oppsummering av egenkapitalkostnad

Basert på beregningene i underkapitlene til kapittel 7.1, blir egenkapitalkostnaden for SalMar 8,17%, som presentert i Formel 9 nedenfor.

$$R_e = 3,0279\% + 1,029 \times 5\% = 8,17\%$$

Formel 9 Egenkapitalkostnad

7.2 Gjeldskostnad

Gjeldskostnaden baseres på renter og gebyrer kreditorene tar for utlån. For et selskap vil gjeldskostanden være noe lavere enn egenkapitalkostnaden. Dette skyldes at det eneste kravet kreditorene har, er at betingelsene oppfylles fra termin til termin. Risikopåslaget til bankene er differansen mellom renten de selv låner penger for og renten selskapet betaler. Kreditorer har ikke et avkastningskrav utover lånerenten slik som aksjeeiere har. Det betyr at de heller ikke har noen oppside og avkastningen vil derfor være 0% (Kaldestad & Møller, 2016, s. 172).

Det er tre metoder for estimering av et selskaps gjeldskostnad, herunder renten selskapet betaler i dag, renten på selskapets børsnoterte obligasjonslån og syntetisk kredittrating (Kaldestad & Møller, 2016, s. 175-176). De forskjellige metodene bærer ulike ulemper. Ulempen ved å benytte lånerenten er at den endrer seg på kort sikt, som gjør at selskapet nødvendigvis ikke får samme betingelser i dag som for 5 år siden. En ulempe ved obligasjonslån, er at selskapet må ha utstedt obligasjonslån med lang løpetid som ikke inneholder opsjonskriterier. Ulempen ved syntetisk kredittrating er at man selv må anslå kredittratingen basert på en standard rating-tabell. Videre må man justere for blant annet eierstruktur, risikovilje og investeringsprosjekter (Kaldestad & Møller, 2016, s. 176-177). Syntetisk kredittrating mener jeg at baserer seg på subjektive antakelser, og vil derfor ikke være et godt alternativ. På bakgrunn av ovennevnte, mener jeg at det beste alternativet er historiske lånerenter for å estimere gjeldskostanden til SalMar.

For utregningen av gjeldskostnad anvender jeg gjennomsnittlig rentebærende gjeld for de respektive årene og deler det på rentekostnaden for å beregne gjeldende års lånerente. Videre benytter jeg gjennomsnittet til tidsperioden for estimeringen av WACC. Lånerenten for de respektive årene er presentert i Tabell 9 nedenfor.

Gjeldskostnad, NOK 1000	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Snitt
Rentebærende gjeld 01.01	2 638 170	1 399 631	1 767 304	3 762 714	6 049 757	6 445 000	
Rentebærende gjeld 31.12	1 399 631	1 767 304	3 762 714	6 049 757	6 445 000	23 217 390	
Gjennomsnitt	2 018 901	1 583 468	2 765 009	4 906 236	6 247 379	14 831 195	
Rentekostnad	106 961	116 101	170 190	149 854	184 646	364 247	
Lånerente	5,30 %	7,33 %	6,16 %	3,05 %	2,96 %	2,46 %	4,54 %
Selskapskatt 22%	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %	
Gjeldskostnad etter skatt	4,13 %	5,72 %	4,80 %	2,38 %	2,31 %	1,92 %	3,54 %

Tabell 9 Gjeldskostnad

Tabell 9 viser at gjeldskostnaden til SalMar har variert de siste seks årene. Fra nesten 6% etter skatt i 2018 til 1,92% i 2022. Av notene fremkommer det at SalMar har utstedt grønne obligasjoner som har ført til lavere gjeldskostnad sammenlignet med tidligere år. Den gjennomsnittlige gjeldskostanden etter skatt på 3,54% vil bli benyttet videre i estimeringen av WACC. Årsaken til at jeg benytter gjeldskostnad etter skatt, er som vist i Formel 6, hvor likningen består av elementet « $R_d (1 - t)$ », hvor « t » er nominell selskapskatt.

7.3 WACC

Hittil har jeg beregnet elementene for å kunne estimere totalavkastningskravet. Jeg har risikofri rente lik 3,0279%, 5% markedspremie, selskapsbeta lik 1,029 og 8,17% egenkapitalkostnad. Gjeldskostnaden etter skatt har i snitt vært 3,54% i tidsperioden. Tabell 10 oppsummerer kapittel 7 og presenterer SalMars WACC. Markedsverdien til egenkapitalen per 31.12.2022 finner jeg ved hjelp av Oslo Børs, hvor jeg multipliserer antall utstedte aksjer med aksjekursen. Markedsverdien av gjelden forutsetter jeg er den samlede rentebærende gjelden per 31.12.2022, inkludert leasing og eventuelt andre rentebærende forpliktelser som fremkommer av balansen.

Avkastningskrav	
Risikofri rente	3,0279 %
Beta	1,029
Markedspremie	5 %
Egenkapitalkostnad	8,17 %
Gjennomsnittlig lånerente	4,54 %
Skatt	22 %
Gjeldskostnad	3,54 %
Markedsverdi egenkapital (NOK 1000)	55 849 456
Markedsverdi gjeld (NOK 1000)	23 217 390
Egenkapitalandel: E/(E+D)	0,71
Gjeldsandel: D/(E+D)	0,29
WACC	6,81 %

Tabell 10 Oppsummerte avkastningskrav & WACC

Tabell 10 viser at SalMar har et totalavkastningskrav på 6,81%. Det finnes like mange hypoteser som forskere på hvorvidt WACC endrer seg med kapitalstrukturen til et selskap. Noen mener WACC endrer seg dynamisk i forhold til kapitalstrukturen, mens andre mener WACC forblir uendret da det er nåverdien av fremtidige kontantstrøm som bestemmer verdien av et selskap. Modigliani-Miller er en av de som påstår at WACC forblir uendret uavhengig av kapitalstrukturen (Chen, 2022). Jeg vil derfor benytte meg av WACC på 6,81% videre i analysen.

8. Fundamental verdsettelse

I dette kapitlet skal jeg lage prognose for SalMars fremtidige kontantstrøm basert på beregningene gjort hittil.

8.1 Prognose av fremtidig kontantstrøm

Det finnes to typer prognoseperioder, eksplisitt periode og terminalverdi. Eksplisitt prognoseperiode blir benyttet ved en kortere analyseperiode, mens terminalverdiperioden er en lenger prognoseperiode (Kaldestad & Møller, 2016, s. 113). Lengden på prognoseperioden påvirker selskapets verdi og vil derfor spille en viktig rolle. Ofte benyttes fem år for den eksplisitte prognoseperioden, men man kan benytte en kortere, så vell som en lengre periode (Kaldestad & Møller, 2016, s. 118). Formålet med den eksplisitte prognoseperioden er å dekke perioden frem til selskapet når en stabil utvikling, såkalt «Steady State». Det vil si når selskapet ikke lenger genererer meravkastning på ekspansjonsinvesteringene som blir gjort (Kaldestad & Møller, 2016, s. 118). Ettersom oppdrettsbransjen er en syklisk bransje, vil det være hensiktsmessig å velge en lenger prognoseperiode enn fem år (Kaldestad & Møller, 2016, s. 118).

Valg av tidsperiode for kontantstrøms-prognosen påvirkes av flere faktorer. På grunn av bransjens sykliske tilstand og strenge lovreguleringer, vil det være en subjektiv oppfatning av når et selskap kommer til «Steady State». Koller et al. (2020, s. 260) trekker i motsatt retning av Kaldestad & Møller (2016), da de anbefaler å bruke 10-15 år som prognoseperiode. Hvorvidt SalMar evner å generere meravkastning på sine ekspansjonsprosjekter, avhenger av om de får flere konsesjoner eller om de vokser ved å kjøpe opp mindre selskaper.

En for lang prognoseperiode kan gi usikre estimater. SalMar har hatt stor vekst de siste ti årene som vil føre til urealistiske høye prognosetall. Av den grunn utelukker jeg 15 år. Jeg anser en femårs periode som for kort, da jeg ikke tror at SalMar vil være i «Steady State» i 2027. Jeg møter derfor Kaldestad & Møller (2016) og Koller et al. (2020) på halvveien og velger en ni-års eksplisitt prognoseperiode. Det tiende året vil være terminalåret. Det vil si at prognoseperioden er frem til år 2031, med år 2032 som terminalår.

8.2 Prognosemodeller

Kaldestad & Møller (2016) presenterer tre forskjellige prognosemodeller. Naive modeller, top-down-modeller og bottom-up-modeller. Naive modeller baserer seg på at morgendagen er lik i dag. Det vil si at man antar at morgendagen, eller neste periodes kontantstrøm er lik dagens. Modellen er egnet for verdsettelse som benytter offentlig informasjon, i tillegg til at man unngår optimistiske og subjektive oppfatninger om fremtiden. Ulempen med naive modeller er at den ikke fanger opp konjunkturer, bransjeendringer eller bransjespesifikke tiltak (Kaldestad & Møller, 2016, s. 115).

Top-down-modellen baserer seg på å lage prognose med data hentet fra resultat- og balanseoppstillingen. Modellen benytter forholdstall som EBITDA-margin, ROIC og egenkapitalrentabilitet, i tillegg til at man baserer omsetningen på bransjetall. Deretter vil modellen belyse de viktigste kostnadstallene og estimere EBITDA. Fordelen med modellen er at den er mer treffsikker enn den naive modellen, men ulempen er at man enkelt overser viktige momenter og sammenhenger mellom investeringer, kostnader og inntekter (Kaldestad & Møller, 2016, s. 116).

Bottom-up-modeller baserer seg på en analyse av de ulike selskapsspesifikke resultat- og balanselinjene. Modellen analyserer enheter hver for seg, og setter en pris på alle de ulike komponentene i selskapet. Fordelen er at man unngår grove feil i estimatene, men ulempen er at det er svært tidskonsumerende og krever store mengder informasjon og kunnskaper. I tillegg gir det ikke nødvendigvis et bedre sluttresultat enn de andre modellene (Kaldestad & Møller, 2016, s. 117).

Etter å ha vurdert de tre modellene, finner jeg det hensiktsmessig å bruke enkelte elementer fra hver av dem. For prognostisering av salgsinntekter benytter jeg en kombinasjon av naive og bottom-up-modeller hvor jeg tar utgangspunkt i historisk gjennomsnittlig vekst i slaktevolum. For å estimere kostnadspostene bruker jeg en kombinasjon av naive og top-down-modeller, hvor jeg benytter historisk gjennomsnittlig andel av salgsinntekt.

8.3 Prognoseposter

8.3.1 Salgsinntekter

Salgsinntektene har stor innflytelse på resultatet og for hva selskapet er verdt. Som belyst i kapittel 6, er bransjen strengt regulert. På bakgrunn av det, finner jeg det rimelig å anta at selskapet vil ha relativt lik vekst som tidligere. SalMar kan fremdeles vokse fortere, ved å kjøpe opp mindre selskaper, men dette utelukker jeg fra prognosen. I Tabell 11 nedenfor, presenterer jeg salgsinntekter, slaktevolum og spotpris på laks.

Spotpris-inntekter	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Snitt
Slaktevolum SalMar (tonn)	131 000	159 000	166 000	173 500	198 200	193 700	
Slaktevolum vekst (%)		21 %	4 %	5 %	14 %	-2 %	8 %
Slaktevolum bransjesnitt (tonn)	196 904	203 966	221 927	227 273	242 612	240 987	
Bransjesnitt vekst (%)		8 %	3 %	3 %	7 %	2 %	5 %
Spotpris per kg	60,88	60,76	59,15	55,48	58,26	83,18	
Salgsinntekter SalMar (1000)	10 817 238	11 342 554	12 237 589	12 912 341	15 043 945	20 158 279	
Inntjening per kg fisk	83	71	74	74	76	104	
Inntekter (Spot x slakt) (1000)	7 975 280	9 660 840	9 818 900	9 625 780	11 547 132	16 111 966	

Tabell 11 Slaktevolum, inntjening og salgsinntekter

Tabell 11 illustrerer at SalMar og bransjeutvalget har hatt en positiv utvikling i slaktevolum. SalMar har også hatt en positiv trend i salgsinntektene ved slaktevolum målt mot spotprisen på laks. SalMars salgsandel fra spotprismarkedet har variert i tidsperioden som presentert i Tabell 12 nedenfor. Fra tabellen ser vi at SalMar har andre inntektsdrivende elementer, ettersom slaktevolum multiplisert med spotprisen utgjør 80% i 2022.

Salgsinntekter	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Snitt
Spot x slakt, av totale salgsinntekter	74 %	85 %	80 %	75 %	77 %	80 %	78 %

Tabell 12 Spotpris x slaktevolum av totale salgsinntekter

Som nevnt tidligere, har SalMar fastpriskontrakter som gjør at de har høyere salgsinntekter enn om de kun hadde basert salget på spotpris. SalMar har også store muligheter til å videreutvikle seg innen ferdigproduktmarkedet for å bryte det sykliske mønsteret oppdrettsbransjen står i. Å predikere spotprisen på laks er en tilnærmet

umulig oppgave da den varierer stort fra år til år, uten noen stabil vekst i pris per kilo. Av den grunn vil det være mer hensiktsmessig å benytte slaktevolum som referanse for videre vekst i salgsinntekter.

8.3.2 Varekostnad

Varekostnader, NOK 1000	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Snitt
Varekostnader	4 722 474	4 585 491	5 770 027	5 870 577	7 327 973	9 599 414	6 312 659
Andel av salgsinntekt	43,7 %	40,4 %	47,2 %	45,5 %	48,7 %	47,6 %	45,5 %
% vekst salgsinntekt		4,9 %	7,9 %	5,5 %	16,5 %	34,0 %	13,8 %
% vekst varekostnad		-2,9 %	25,8 %	1,7 %	24,8 %	31,0 %	16,1 %

Tabell 13 Varekostnadsvekst sammenlignet med salgsinntektsvekst

Tabell 13 viser at SalMars varekostnader har større variasjoner enn veksten til salgsinntektene. Likevel er gjennomsnittet for vekst i salgsinntekt og varekostnader relativ lik, ettersom det kun skiller 2,3% i tidsperioden. Dette tyder på at SalMar evner å holde varekostnadene sine stabile over tid målt mot salgsinntektene. Det at de to forholdstallene anses for å være relativt like, gjør at jeg benytter gjennomsnittlig varekostnad-andel til å predikere fremtidige varekostnader.

8.3.3 Lønns- og personalkostnader

Lønnskostnader, NOK 1000	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Snitt
Lønns- og personellkostnader	929 100	1 040 438	1 202 494	1 319 961	1 539 686	1 893 764	1 320 907
Andel av salgsinntekt	8,59 %	9,17 %	9,83 %	10,22 %	10,23 %	9,39 %	9,6 %

Tabell 14 Lønns- og personellkostnader

Presentert av Tabell 14, øker lønns- og personalkostnadene i takt med omsetningen som gjør at posten har en stabil andel av salgsinntektene. Dette medfører at jeg kan estimere en stabil vekst i lønns- og personalkostnadene målt mot salgsinntekten i fremtidsprognosen.

8.3.4 Andre driftskostnader

Andre driftskostnader omfatter eksempelvis strøm, forsikringer og vedlikehold. Kostnadene har SalMar hold relativt stabilt rundt 15% av salgsinntektene, med unntak av 2019 som vist i Tabell 15. Jeg benytter gjennomsnittet på 15,1% videre i prognosen.

Andre driftskostnader NOK 1000	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Snitt
Andre driftskostnader	1 584 825	1 768 036	1 479 023	1 902 210	2 442 610	3 446 233	2 103 823
Andel av salgsinntekt	14,65 %	15,59 %	12,09 %	14,73 %	16,24 %	17,10 %	15,1 %

Tabell 15 Andre driftskostnader

8.3.5 CapEx

Ettersom avhandling forutsetter at SalMar vil operere i evig tid, må kontantstrømmen belastes med et beløp øremerket reinvesteringer for å minimum dekke vedlikehold av eksisterende eiendeler (Kaldestad & Møller, 2016, s. 74). Capital Expenditures, heretter kalt CapEx, inneholder økningen i PPE, altså varige driftsmidler i tillegg til økningen i avskrivninger gjeldene år. Tabell 16 viser at gjennomsnittlig CapEx er 15,16% av salgsinntektene. CapEx varierer mye fra år til år, og det vil derfor være vanskelig å estimere neste års CapEx. Følgelig benytter jeg gjennomsnittet på 15,16% som referanse for videre prognose.

CapEx - NOK 1000	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Snitt
Investeringer	876 370	455 241	1 037 674	1 772 741	2 050 033	4 549 735	
Andel av salgsinntekt	8,1 %	4,0 %	8,5 %	13,7 %	13,6 %	22,6 %	11,75 %
Avskrivninger	409 124	468 521	259 242	588 634	470 815	551 760	
Andel av salgsinntekt	3,78 %	4,13 %	2,12 %	4,56 %	3,13 %	2,74 %	3,41 %
CapEx	1 285 494	923 762	1 296 916	2 361 375	2 520 848	5 101 495	
Andel av salgsinntekt	11,88 %	8,14 %	10,60 %	18,29 %	16,76 %	25,31 %	15,16 %

Tabell 16 CapEx

8.3.6 Arbeidskapital

Arbeidskapital NOK 1000	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Snitt
Arbeidskapital	2 399 421	3 708 624	4 203 281	4 125 353	4 964 592	6 528 049	4 321 553
Endring i arbeidskapital		55 %	13 %	-2 %	20 %	31 %	23,58 %
Andel av salgsinntekt	22,18 %	32,70 %	34,35 %	31,95 %	33,00 %	32,38 %	31,1 %

Tabell 17 Arbeidskapital

Som presentert av Tabell 17, har arbeidskapitalen til SalMar vært relativt jevn i overkant av 30% av salgsinntektene, med unntak av 2017. Dette gjør at gjennomsnittet på 31,1% er et relativt pålitelig mål å ta med seg videre i prognosen.

8.3.7 Skatt

Den alminnelige selskapsskatten er 22%. På grunn av at den effektive skattesatsen til et selskap kan variere mye fra år til år, og derfor være vanskelig å predikere frem i tid, tar jeg utgangspunkt i at SalMar skattlegges med 22%. I tillegg til den alminnelige selskapsskatten, må jeg ta hensyn til regjeringens forslag fra høsten 2022, om 40% grunnrenteskatt. Grunnrenteskatten er en kontantstrømmsskatt som vil redusere fremtidig fri kontantstrøm. Jeg vil derfor tillegge kontantstrømmen grunnrenteskatten for å estimere fremtidig fri kontantstrøm.

8.4 FCF – fri kontantstrøm

Med utgangspunkt i avhandlingens estimater så langt, presenterer jeg SalMars frie kontantstrøm i prognoseperioden frem til år 2032 i Tabell 18.

FCF	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032T
NOK 1 000 000	NOK	NOK	NOK	NOK	NOK	NOK	NOK	NOK	NOK	NOK	NOK
Salgsinntekter	20 070	21 676	23 410	25 283	27 305	29 490	31 849	34 397	37 148	40 120	43 330
Andre driftsinntekter	88	95	103	111	120	130	140	151	163	176	190
Varekostnad	-9 599	-9 907	-10 699	-11 555	-12 480	-13 478	-14 556	-15 721	-16 979	-18 337	-19 804
Bruttoresultat	10 559	11 864	12 813	13 838	14 945	16 141	17 432	18 827	20 333	21 960	23 716
Lønnskostnader	-1 894	-2 084	-2 251	-2 431	-2 625	-2 836	-3 062	-3 307	-3 572	-3 858	-4 166
Andre driftskostnader	-3 446	-3 280	-3 542	-3 825	-4 132	-4 462	-4 819	-5 205	-5 621	-6 071	-6 556
EBITDA	5 219	6 500	7 020	7 582	8 188	8 843	9 551	10 315	11 140	12 031	12 994
Avskrivninger	-552	-742	-802	-866	-935	-1 010	-1 091	-1 178	-1 272	-1 374	-1 484
EBITA	4 667	5 758	6 219	6 716	7 253	7 834	8 460	9 137	9 868	10 657	11 510
Skatt av EBITA	-1 027	-1 267	-1 368	-1 478	-1 596	-1 723	-1 861	-2 010	-2 171	-2 345	-2 532
NOPLAT	3 640	4 491	4 850	5 238	5 658	6 110	6 599	7 127	7 697	8 313	8 978
Avskrivninger	552	742	802	866	935	1 010	1 091	1 178	1 272	1 374	1 484
Kontantstrøm	4 192	5 233	5 652	6 104	6 593	7 120	7 690	8 305	8 969	9 687	10 462
Arbeidskapital	1 563	6 769	7 311	7 896	8 527	9 210	9 946	10 742	11 601	12 529	13 532
CapEx	-5 101	-3 301	-3 565	-3 850	-4 158	-4 491	-4 850	-5 238	-5 658	-6 110	-6 599
FCF	654	8 702	9 398	10 150	10 961	11 838	12 785	13 808	14 913	16 106	17 394
Grunnrenteskatt 40%	0	40 %	40 %	40 %	40 %	40 %	40 %	40 %	40 %	40 %	40 %
FCF etter skatt	654	5 221	5 639	6 090	6 577	7 103	7 671	8 285	8 948	9 664	10 437

Tabell 18 Fri kontantstrøm (FCF)

8.5 Terminalverdi

Kaldestad & Møller (2016) beskriver terminalverdi som noe som fortsetter i evig tid, altså noe som ikke avsluttes eller termineres. Etter den eksplisitte prognoseperioden, som er til og med 2031, er det vanlig å anta at kontantstrømmen fortsetter å vokse i evig tid. Beregningen av terminalverdi gjøres ved hjelp av en vekstfaktor (Kaldestad & Møller, 2016, s. 121-122).

Hvilken vekstfaktor som benyttes, avhenger av hva man antar vil skje fremover. Resultatvekst handler om at driften øker i takt med prisstigningen i samfunnet. Dette omtales som inflasjon. Den andre vekstfaktoren man kan benytte, er ekspansjonsvekst. Ekspansjonsvekst handler om vekst som kommer av investeringer i anlegg, maskiner og eventuelle oppkjøp. Jeg antar som nevnt i kapittel 8.1, at SalMar havner i «Steady State» i år 2032. Etersom SalMar er et norsk selskap, benytter jeg veksten i den norske økonomien som referanse til vekstfaktoren for terminalverdien. Inflasjonsmålet til Norges Bank er 2-3% årlig prisvekst, selv om inflasjonen de siste årene har vært høyere på grunn av uvanlig høye priser på råvarer, strøm og olje og gass. Etersom vekstfaktoren til selskapet ikke bør være større enn veksten i

økonomien, benytter jeg en vekstfaktor på 2% for terminalverdien til SalMar (Kaldestad & Møller, 2016, s. 122). Årsaken er at jeg antar at prisveksten i samfunnet vil være høyere enn målet til Norges Bank i årene som kommer. Formelen for terminalverdi er presentert i Formel 10. Videre i Tabell 19 presenterer jeg terminalverdien til SalMar.

$$\text{Terminalverdi} = \frac{\text{Kontantstrøm}}{\text{Avkastningskrav} - \text{vekstfaktor}}$$

Formel 10 Terminalverdi

Terminalverdi	
Fri kontantstrøm år 2032	10 436 699 147
Avkastningskrav (WACC)	6,81 %
Vekstfaktor	2 %
Terminalverdi	216 832 295 721

Tabell 19 Terminalverdi

8.6 Diskontert kontantstrøm

Diskonteringsfaktoren som blir brukt er $1/(1+r)^t$. Hvor «r» er selskapets WACC og «t» er antall år som skal diskonteres. År 2031, som er det siste året i den eksplisitte prognoseperioden, vil derfor ha «t» = 9. Dette gjør at jeg vil få et mer korrekt estimat på nåverdien av fremtidig kontantstrøm. Selskapsverdien blir presentert ved å vekte nåverdien av fremtidig kontantstrøm og nåverdi av terminalverdien med 50% hver. Videre finner jeg egenkapitalverdien ved å trekke fra netto rentebærende gjeld fra selskapsverdien (Kaldestad & Møller, 2016, s. 54). Aksjekursen estimeres med utgangspunkt i egenkapitalverdi målt mot antall utstedte aksjer. I Tabell 20 presenterer jeg fri kontantstrøm, neddiskonteringen og SalMars aksjekurs per 31.12.2022.

Diskontert kontantstrøm NOK 1 000 000	2022 NOK	2023 NOK	2024 NOK	2025 NOK	2026 NOK	2027 NOK	2028 NOK	2029 NOK	2030 NOK	2031 NOK	2032T NOK
FCF	654	8 702	9 398	10 150	10 961	11 838	12 785	13 808	14 913	16 106	17 394
Grunntrenteskatt 40%	0 %	40 %	40 %	40 %	40 %	40 %	40 %	40 %	40 %	40 %	40 %
FCF etter særskatt	654	5 221	5 639	6 090	6 577	7 103	7 671	8 285	8 948	9 664	10 437
WACC	6,81 %	6,81 %	6,81 %	6,81 %	6,81 %	6,81 %	6,81 %	6,81 %	6,81 %	6,81 %	6,81 %
Diskonteringsfaktor	1,000	0,936	0,876	0,821	0,768	0,719	0,673	0,630	0,590	0,553	0,517
Diskontert FCF	654	4 888	4 942	4 997	5 053	5 109	5 166	5 223	5 281	5 340	5 399
Nåverdi FCF	45 998										
Terminalverdi	216 832										
Nåverdi til terminalverdi	112 169										
Selskapsverdi	79 083										
Netto rentebærende gjeld	19 079										
Egenkapitalverdi	60 004										
Antall utstedte aksjer	145										
Pris per aksje	413,43										

Tabell 20 Diskontert kontantstrøm og aksjekurs

8.7 Sensitivitetsanalyse

Vekstfaktor / WACC	4,81 %	5,81 %	6,81 %	7,81 %	8,81 %
1,25 %	292 897 605 361	228 711 542 229	187 600 467 195	159 017 033 526	137 992 096 831
1,50 %	314 998 023 684	241 967 850 440	196 427 464 002	165 313 981 081	142 709 285 985
1,75 %	340 705 779 997	256 855 399 667	206 126 132 342	172 130 199 539	147 760 399 565
2,00 %	370 982 571 698	273 695 025 942	216 832 295 721	179 532 682 855	153 182 195 800
2,25 %	407 165 281 663	292 897 605 361	228 711 542 229	187 600 467 195	159 017 033 526
2,50 %	451 168 714 693	314 998 023 684	241 967 850 440	196 427 464 002	165 313 981 081
2,75 %	505 835 724 449	340 705 779 997	256 855 399 667	206 126 132 342	172 130 199 539

Tabell 21 Sensitivitetsanalyse

I Tabell 21 presenterer jeg sensitiviteten til terminalverdien. Ut ifra hvilket avkastningskrav eller vekstrate man legger til grunn i analysen, vil den slå positivt eller negativt ut på terminalverdien. Jeg benytter meg av en sensitivitetsanalyse på grunn av at en verdsettelse kun er et estimat som baserer seg på skjønn og ikke faktisk vitenskap. Med en sensitivitetsanalyse kan jeg derfor vise påvirkningene små skjønnsbaserte avgjørelser har for verdien av et selskap.

Avkastningskravet i avhandlingen er 6,81%. Til sammenligning med Enova sitt estimat for normalavkastning i sjømatbransjen, er dette noe lavt. Enova sitt estimat for normalavkastningskrav i sjømatbransjen i 2022 var 7,8% (Enova, u.å). Ettersom SalMar kun driver med oppdrett av laks, kan ikke avkastningskravet direkte sammenlignes med store deler av bransjen som driver oppdrett av annen type sjømat. Jeg anser derfor avkastningskravet for å være på et normalt nivå. Dersom jeg forutsetter at oppdrettsbransjen er et effisient marked hvor aktørene klarer å prise et selskap rett ut ifra ny informasjon, og at en verdsettelses største svakhet er

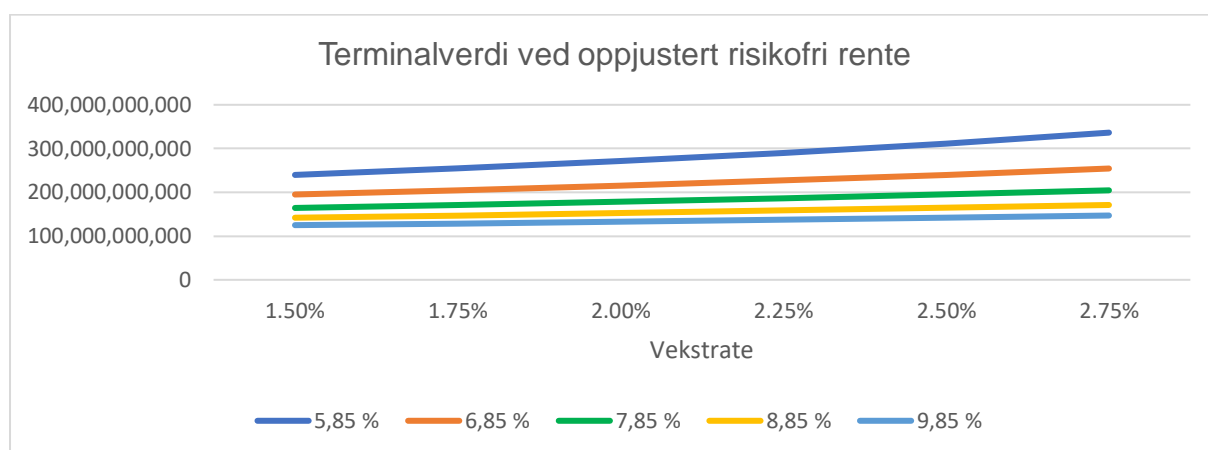
skjønnsbaserte- og subjektive vurderinger, anser jeg avkastningskravet som et godt estimat.

8.7.1 Utvidet sensitivitetsanalyse

Små justeringer har stor påvirkning på verdien av et selskap. Jeg har derfor valgt å utvide sensitivitetsanalysen. Her ser jeg på hvordan terminalverdien til SalMar oppfører seg når man justerer en og en variabel som bestemmer avkastningskravet.

8.7.1.1 Justering av risikofri rente

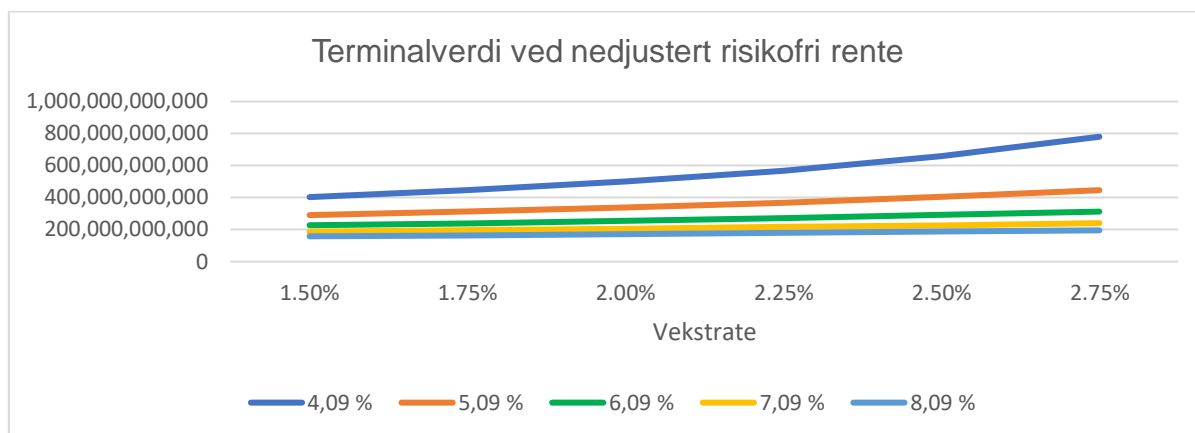
I Figur 23 presenteres terminalverdiutviklingen med høyere risikofri rente. WACC blir 7,85% ved en risikofri rente lik 4,5%. Det at WACC øker i takt med den risikofrie renten gjør at terminalverdien reduseres, ettersom nevneren i brøken blir større. Med en risikofri rente på 4,5%, får jeg en terminalverdi på 178 mrd NOK med en vekstfaktor på 2%. Det gir en differanse på 38 mrd NOK fra den fundamentale verdsettelsen.



Figur 23 Terminalverditvikling ved høyere risikofri rente

I Figur 24 presenteres utviklingen ved nedjustert risikofri rente til 2%. Med en risikofri rente på 2% blir WACC på 6,09%. Dette medfører en terminalverdi på 255 mrd NOK.

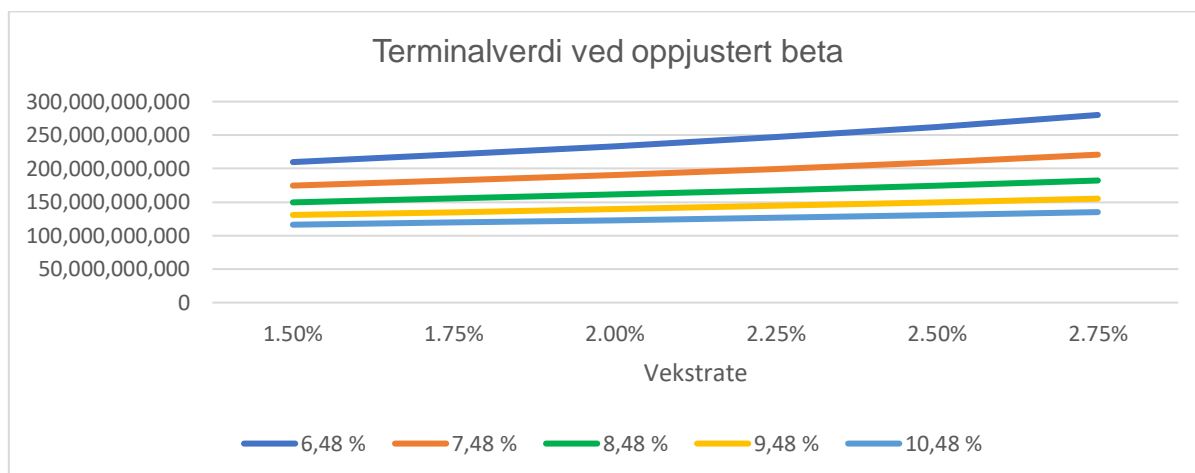
Det gir en differanse fra den fundamentale verdsettelsen på 39 mrd NOK. Årsaken er at WACC blir lavere i takt med renten, og følgelig øker terminalverdien til SalMar.



Figur 24 Terminalverdi ved lavere risikofri rente

8.7.1.2 Justering av egenkapitalbeta

Nå har jeg sett hvordan terminalverdien oppfører seg når jeg endrer den risikofrie renten. Nedenfor i Figur 25 og 26 har jeg justert på egenkapitalbetaen for å se hvor store utslag dette har for verdien av SalMar.

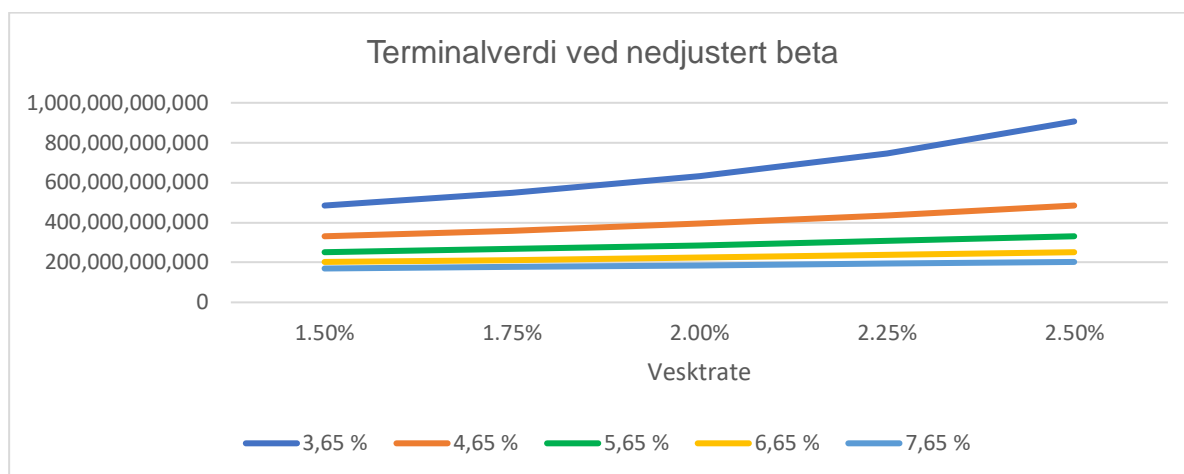


Figur 25 Terminalverdi med økt egenkapitalbeta

Av Figur 25 ovenfor, får jeg en terminalverdi på 161 mrd NOK, om jeg tar i betraktning 2% vekstrate og en oppjustert beta til 1,5. Økt beta medfører økt egenkapitalkrav og følgelig økt WACC på 8,48%. Dette gjør at terminalverdien reduseres og gir meg en differanse på 55 mrd NOK fra den fundamentale verdsettelsen.

Derimot gir en nedjustert beta økt terminalverdi, grunnet lavere egenkapitalkrav, som igjen gir lavere avkastningskrav. Med en beta på 0,7 og vekstrate på 2%, ser jeg av

Figur 26 at terminalverdien blir 285 mrd NOK, med et avkastningskrav på 5,65%. Med et avkastningskrav på 5,65% får jeg en differanse på 69 mrd NOK. Dette skyldes en nedjustering av egenkapitalbetaen fra 1,029 til 0,7.

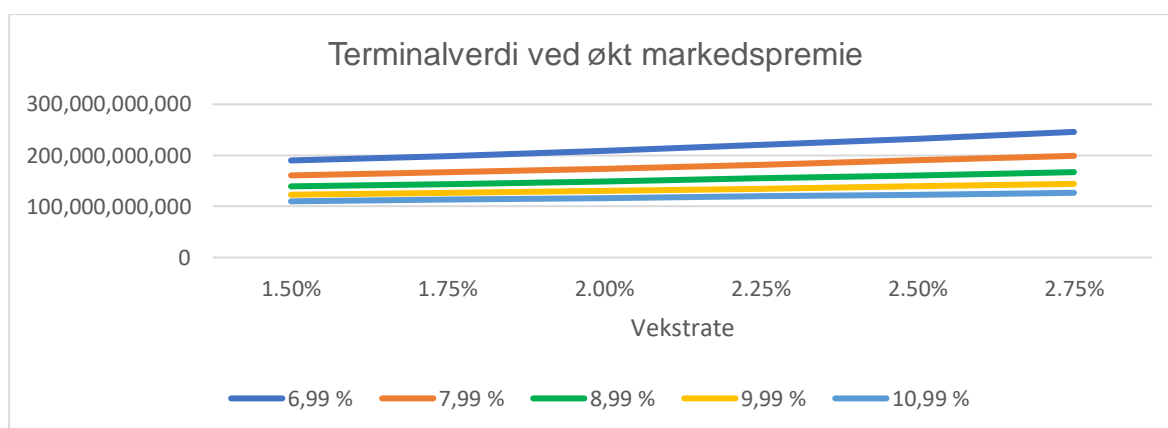


Figur 26 Terminalverdi ved nedjustert beta

8.7.1.3 Justering av markedspremie

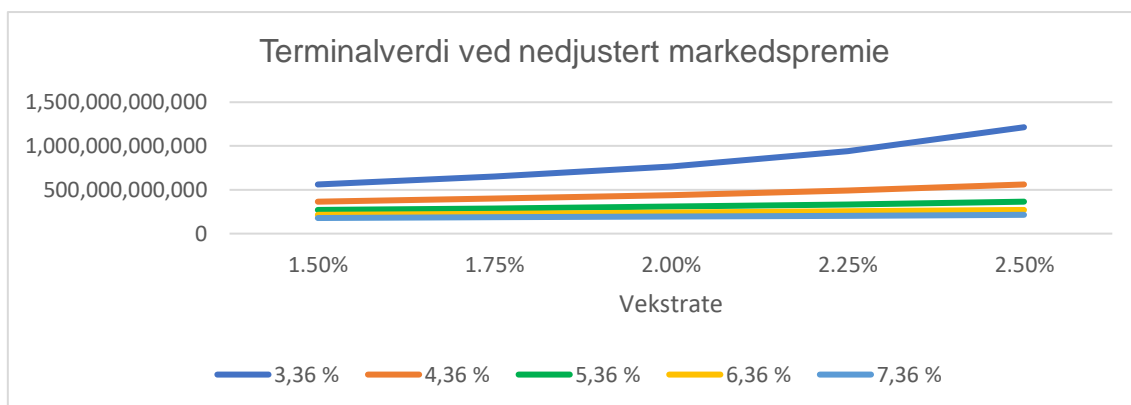
Som belyst ovenfor, har små endringer på den risikofrie renten og egenkapitalbetaen stor innflytelse på terminalverdien til SalMar. Videre i Figur 27 og 28 presenterer jeg en justering av markedspremien, alt annet gitt som i den fundamentale verdsettelsen.

I Figur 27 presenteres terminalverdiutviklingen ved en økt markedspremie. Markedspremien er satt til 8%, 3% høyere enn i den fundamentale verdsettelsen. En markedspremie på 8% gir et avkastningskrav på 8,99%. Som belyst ved den risikofrie renten og egenkapitalbetaen, førte dette til økt egenkapitalkrav og lavere terminalverdi. Terminalverdien ved 8% markedspremie er 149 mrd NOK. Det er en differanse på 67 mrd NOK sammenlignet med den fundamentale verdsettelsen.



Figur 27 Terminalverdi ved oppjustert markedspremie

Dersom jeg nedjusterer markedspremien til 3%, får jeg et avkastningskrav på 5,36%. Dette gir meg økt terminalverdi, ettersom terminalverdien er forholdstallet til likningen. Terminalverdien til SalMar ved 3% markedspremie og 2% vekstfaktor, alt annet gitt, blir 310 mrd NOK. Dette er en differanse fra verdsettelsen på 94 mrd NOK. I Figur 28 presenterer jeg utviklingen til terminalverdien ved 3% markedspremie.

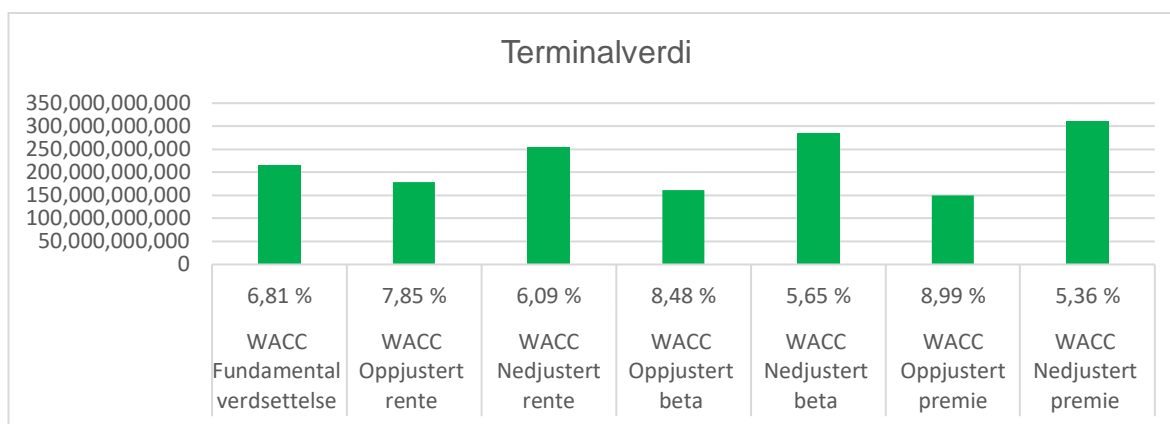


Figur 28 Terminalverdi ved nedjustert markedspremie

8.7.1.4 Utvidet sensitivitetsanalyse oppsummert

Som belyst i Figur 23-28, er det store forskjeller på verdien til et selskap basert på små justeringer, hvor innsatsfaktorene ofte blir basert på skjønn og subjektive antakelser. Dette gjør det krevende å finne et eksakt mål på hva et selskap er verdt ved hjelp av historisk informasjon og komparative selskaper. I den fundamentale verdsettelsen har jeg benyttet en vekstfaktor på 2% som står i stil med inflasjonsmålet til Norges Bank. Jeg har også vært relativt forsiktig med veksten jeg antar SalMar vil ha fremover. Om jeg hadde benyttet meg av gjennomsnittsveksten til salgsinntektene i tidsperioden, som er godt over 10%, ville det gitt et veldig skjevt estimat.

For å sette terminalverdiene opp mot hverandre, presenterer jeg Figur 29. Figuren viser hvordan terminalverdien til SalMar svinger i takt med små justeringer gjort på risikofri rente, egenkapitalbeta og markedspremie.

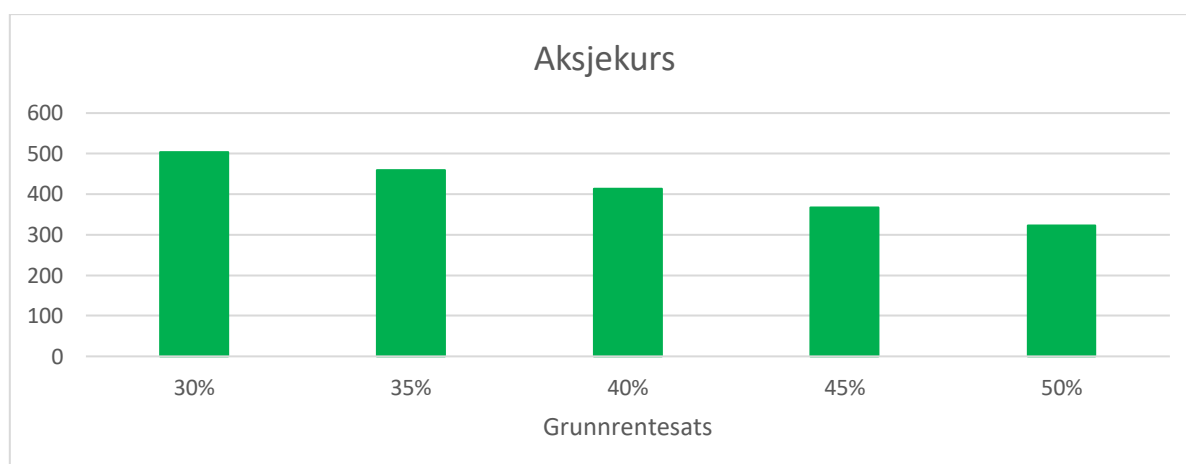


Figur 29 Sensitivitetsanalyse oppsummert

8.8 Aksjekursutvikling ved justert grunnrenteskatt

På grunn av at satsen til grunnrenteskatten ikke er avgjort per 22. mai 2023, vil jeg belyse aksjekursverdien til SalMar dersom skattesatsen endres til henholdsvis 30%, 35%, 45% og 50%. Skattesatsen på 40% ble lagt til grunn i den fundamentale verdsettelsen tidligere i kapittel 8. Datagrunnlaget ved justeringen er likt som i den fundamentale verdsettelsen. Forskjellen er skattesatsen som blir brukt på den frie kontantstrømmen for å beregne terminalverdi og nåverdi av fremtidig kontantstrøm.

Figur 30 presenterer aksjekursen til SalMar ved justering av grunnrenteskatten. Aksjekursen vil øke jo lavere grunnrenteskatten blir. Årsaken er at grunnrenteskatten er en kontantstrømskatt som vil påvirke den frie kontantstrømmen i større eller mindre grad. Desto lavere skattesatsen er, jo høyere blir den frie kontantstrømmen og dens nåverdi, og følgelig øker verdien til selskapet.



Figur 30 Aksjekursutvikling ved justert grunnrenteskatt

9. Komparativ verdsettelse

På grunn av den fundamentale verdsettelsens svakheter med subjektive vurderinger, vil jeg gjennomføre en komparativ verdsettelse. Estimatet i den komparative verdsettelsen vil bli brukt som en vekt til estimering av den endelige aksjekursen. Jeg utfører den komparative verdsettelsen ved hjelp av multippelanalyser.

En multippelanalyse baserer seg på bransjeutvalgets resultat- og balanseoppstilling. Analysen blir ofte benyttet der man kjenner til multiplene som blir brukt i bransjen, eller for liknende selskaper (Kaldestad & Møller, 2016, s. 221). Kaldestad & Møller (2016) trekker frem de mest brukte multiplene. Fra resultatoppstillingen er dette EV/salg, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA og P/E. Fra balanseoppstillingen er det vanlig å benytte Pris/bok og Pris/Net Asset Value. I tillegg til de ovennevnte, kan man benytte alternative multipler som baserer seg på driften (Koller et al., 2020, s. 386-387).

Ved hjelp av disse forholdstallene, vil man kunne beregne nåverdien av fremtidige kontantstrømmer på en indirekte måte (Kaldestad & Møller, 2016, s. 222). Metoden tar utgangspunkt i at markedet allerede har estimert verdien av fremtidig kontantstrøm for selskapene. Videre må man anta at det samme også gjelder for selskapet man selv skal verdsette (Kaldestad & Møller, 2016, s. 222). Jeg har valgt følgende multipler for videre analyse: pris/bok, P/E, EV/EBITDA og EV/GWT. Som nevnt i kapittel 1.3, benytter jeg meg av valutakursen 10,51 NOK/euro for å veksle Mowi sine tall fra euro til norske kroner.

9.1 Pris / bok

Pris/bok-forholdet forteller selskapets evne til verdiskapning og meravkastning for investorene. Om P/B-forholdet er høyt, har selskapet gode utsikter for verdiskapning og meravkastning. Om P/B-forholdet er lavere enn én -1- vil man anta at selskapet ødelegger verdiene til investorene (Kaldestad & Møller, 2016, s. 233). Tabell 22 viser at P/B-forholdet til SalMar er på 2,31 som er høyere enn bransjeutvalget. P/B-forholdet gir SalMar en estimert aksjepris på 311,26 NOK, hvor estimatet er beregnet på bransjens gjennomsnittsmultipel.

P / B - 31.12.22	SalMar	Mowi	Grieg	Lerøy	Snitt
Aksjepris	384,8	167,2	78,6	55,15	
Bokført egenkapital	24 154 763 000	38 751 421 000	6 485 708 000	21 023 693 000	
Utstedte aksjer	145 138 920	517 111 091	113 447 042	595 773 680	
Bokført verdi per aksje	166,43	74,94	57,17	35,29	
P / B	2,31	2,23	1,37	1,56	1,87
Multippel	1,87				
Bokført verdi per aksje	166,43				
Aksjepris	311,26				

Tabell 22 Pris / Bok

9.2 Pris / fortjeneste (P/E)

P/E-analyse er den mest populære modellen å bruke i praksis. Årsaken er at den er enkel å benytte og lett å kommunisere. For selskaper som er i «Steady State» kan P/E gi et godt estimat på selskapet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 228-229). P/E-forholdet til SalMar er 13,94 NOK, som er høyere enn bransjeutvalget. Forholdstallet forteller at SalMar er priset høyt i forhold til inntjeningen per aksje (EPS), sammenlignet med bransjen. Basert på gjennomsnittet til bransjeutvalgets multipler, estimeres en aksjepris for SalMar til 277,81 NOK. Jeg kan derfor konkludere med at markedet forventer at selskapet skal fortsette sin vekst og lønnsomhet i årene fremover

P / E - 31.12.22	SalMar	Mowi	Grieg	Lerøy	Snitt
Aksjepris	384,8	167,2	78,6	55,15	
EPS	27,6	15,87	10,3	4,88	
P / E	13,94	10,54	7,63	11,30	10,85
Multippel	10,85				
Årsresultat	3 715 408 000				
Egenkapitalverdi	40 321 336 983				
Utstedte aksjer	145 138 920				
Pris per aksje	277,81				

Tabell 23 P/E

9.3 Enterprise Value / EBITDA

Enterprise Value/EBITDA er en av de mest brukte multipler i oppkjøpstransaksjoner. Årsaken er at man kan se forholdet mellom markedsverdi og driftsresultatet til selskapet (EBITDA). På den måten elimineres påvirkninger fra finansinntekter og finanskostnader, og ulike avskrivningsprofiler og goodwill. Dette gjør at man kan sammenligne lønnsomme og ikke lønnsomme selskaper (Kaldestad & Møller, 2016, s. 231). Presentert av Tabell 24, estimeres SalMars aksjekurs til 186,88 NOK. Estimaten beregnes på gjennomsnittsmultippelet til bransjeutvalget. SalMars EV/EBITDA ligger

godt over bransjen, hvilket betyr at SalMar er verdsatt høyere av markedet sammenlignet med bransjeutvalget.

EV / EBITDA - 31.12.22	SalMar	Mowi	Grieg	Lerøy	Snitt
EBITDA	5 218 868 000	14 291 498 000	2 213 393 000	4 520 917 000	
Markedverdi egenkapital	55 849 456 416	86 460 974 415	8 916 937 501	32 856 918 452	
Netto rentebærende gjeld	19 079 000 000	18 486 039 000	3 218 618 000	4 346 083 000	
Enterprise Value	74 928 456 416	104 947 013 415	12 135 555 501	37 203 001 452	
Enterprise Value / EBITDA	14,36	7,34	5,48	8,23	8,85
Multippel	8,85				
EBITDA	5 218 868 000				
Enterprise Value	46 203 171 743				
Netto rentebærende gjeld	19 079 000 000				
Egenkapital	27 124 171 743				
Utstedte aksjer	145 138 920				
Aksjepris	186,88				

Tabell 24 Enterprise Value / EBITDA

9.4 Enterprise Value / GWT

Enterprise Value/GWT er ikke en finansiell multipl, men en driftsrelatert multipl. Forholdstallet belyser hvor mye selskapet er verdsatt av markedet målt mot selskapets slaktevolum. Dette er en multipl som kan variere mye fra selskap til selskap som belyst i Tabell 25 nedenfor. Basert på gjennomsnittsmultipelet til bransjeutvalget, estimeres en aksjepris på 192,02 NOK. SalMars multipl ligger langt over bransjen, som gjør at markedet priser SalMar til en høyere verdi. Årsaken kan eksempelvis være at markedet mener SalMar utnytter kapasitetene sine bedre enn konkurrentene. Forholdstallet kan også belyse at SalMar er overpriset. På grunn av at slaktevolum og selskapsverdi ikke nødvendigvis går hånd i hanske, må man være varsom når man benytter denne tilnærmingen. Dette gjør at jeg vekter estimatet mindre enn resterende multipler i analysen.

EV / GWT (Kilo) - 31.12.22	SalMar	Mowi	Grieg	Lerøy	Snitt
Enterprise Value	74 928 456 416	104 947 013 415	12 135 555 501	37 203 001 452	
GWT (kilo)	193 700 000	463 635 000	84 697 000	174 629 000	
Enterprise Value / GWT (kilo)	386,83	226,36	143,28	213,04	242,38
Multippel	242,38				
GWT (kilo)	193 700 000				
Enterprise Value	46 948 354 053				
Netto rentebærende gjeld	19 079 000 000				
Egenkapital	27 869 354 053				
Utstedte aksjer	145 138 920				
Aksjepris	192,02				

Tabell 25 Enterprise Value / GWT

9.5 Komparativ verdsettelse oppsummert

Jeg har nå gjennomført fire ulike multippelanalyser, henholdsvis P/B, P/E, EV/EBITDA og EV/GWT. Basert på de fire analysene, har jeg en ren gjennomsnittlig aksjekurs på kr 241,99 og en vektet aksjekurs på 262,75 NOK presentert i Tabell 26 nedenfor. Markedet priset SalMar til en aksjekurs ved handelsslutt 30.12.22 til 384,8 NOK. Ved hjelp av denne aksjekursen kan jeg konkludere med, basert på den komparative verdsettelsen, at aksjen til SalMar er overpriset. Sammenlignet med aksjeprisen jeg estimerte i den fundamentale verdsettelsen, er den komparative verdsettelsen 36% lavere enn dette estimatet.

Komparativ verdsettelse oppsummert			
Metode	Vekt	Estimat	Vektet estimat
P / B	35 %	311,26	108,94
P / E	35 %	277,81	97,23
EV / EBITDA	20 %	186,88	37,38
EV / GWT	10 %	192,02	19,20
Vektet estimat	100 %	241,99	262,75

Tabell 26 Oppsummering komparativ verdsettelse

10. Opsjonsbasert verdsettelse

Som nevnt i kapittel 3.1.3 finnes det to ulike metoder for opsjonsbasert verdsettelse. Videre skal jeg benytte meg av metoden for kjøpsopsjon. For å beregne opsjonsverdien til egenkapitalen må jeg utrede verdiene av egenkapital, gjeld, volatilitet, risikofri rente og tid, i henhold til Black Scholes modellen.

Som tidligere i avhandlingen, bruker jeg markedsverdien av egenkapitalen til SalMar per 31.12.2022. Verdien av egenkapitalen på det tidspunktet var 55,8 mrd NOK. Gjeldsverdien forutsetter jeg er den bokførte rentebærende gjelden per 31.12.2022 som var pålydende 23 mrd NOK. Volatiliteten til selskapet beregner jeg fra månedlige sluttkurser i perioden 01.01.2018 - 31.12.2022. Volatiliteten til SalMar har jeg beregnet til 118 NOK og 24,6%. Jeg benytter den samme risikofrie renten som tidligere i oppgaven på 3,0279%. Den vanskeligste faktoren å anta er tid til forfall. Jeg ser av notene fra årsrapporten at SalMar har inngått «rente-bytte-avtaler» (Interest Swaps) på flere av gjeldspostene sine. Avtalene har en varighet på inntil ti år. Etersom jeg benytter ti-årlig statsobligasjonsrente som risikofri rente, bruker jeg ti år til forfall for

den rentebærende gjelden. Modellen som benyttes er som nevnt Black Scholes. Modellen er presentert i Formel 11 nedenfor.

$$E = V * N(d_1) - D * e^{-rt} * N(d_2)$$

Formel 11 Black Scholes

Hvor: E = verdi av kjøpsopsjon, V = selskapsverdi, D = gjeldsverdi, N(d₁) og N(d₂) = sannsynlighetsfordeling, r = risikofri rente og t = tid.

Beregningen av d₁ og d₂ presenteres i Formel 12 og 13 nedenfor.

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{V_0}{D}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right) * t}{\sigma * \sqrt{t}}$$

Formel 12 d₁

$$d_2 = d_1 - \sigma * \sqrt{t}$$

Formel 13 d₂

Hvor: σ = volatiliteten til aksjekursen

I Tabell 27 nedenfor, presenterer jeg verdien av kjøpsopsjonen for SalMar. Tabellen viser at verdien av kjøpsopsjonen er rett i underkant av 62 mrd NOK. Aksjekursen er estimert til 426,59 ved hjelp av modellen. I motsetning til den fundamentale verdsettelsen med diskontert kontantstrøm, tar ikke Black Scholes-modellen hensyn til blant annet grunnrenteskatten på 40%. Estimater er likevel ikke langt unna den fundamentale verdsettelsen. Dette belyser videre utfordringene med verdsettelse, da det er i stor grad antakelser og ikke faktisk vitenskap.

Kjøpsopsjon	
Risikofri rente	3,0279 %
t	10
Volatilitet	24,60 %
Markedsverdi egenkapital	55 849 456 416
Gjeldsverdi	23 217 390 000
Selskapsverdi	79 066 846 416
d1	16,53
N(d1)	1
d2	15,75
N(d2)	1
e^{-rt}	0,7388
Verdi kjøpsopsjon	61 914 901 612
Utstedte aksjer	145 138 920
Aksjekurs	426,59

Tabell 27 Opsjonsbasert verdsettelse

11. Oppsummering

Avhandlingen bygger på en sentral problemstilling: *Hva er den fundamentale aksjekursen til SalMar ASA per 31.12.2022?* Med utgangspunkt i problemstillingen, avgrenset jeg oppgaven, for så å presentere selskapet og bransjen. Videre presenterte jeg sentral teori og metode hvor jeg valgte verdsettelsesmetoder. Metodene jeg valgte var en fundamental verdsettelse, i tillegg til en komparativ og opsjonsbasert verdsettelse.

Etter de fire innledende kapitlene gjennomførte jeg en analyse basert på historisk regnskapsinformasjon i kapittel 5. I analysen fokuserte jeg på den operasjonelle delen av virksomheten, ettersom det er driften som er verdiskaperen. Videre i kapittel 5, presenterte jeg omgruppert resultat- og balanseoppstilling, lønnsomhetsanalyse, rentabilitet, likviditet, soliditet, avkastning på investert kapital og sentrale nøkkeltall. Kapittel 5 belyste at SalMar har drevet lønnsomt i tidsperioden for avhandlingen. Driftskostnadene målt mot salgsinntekter har vært relativt stabile med noen unntak. Dette gjør at SalMar ikke har for store svingninger, men at selskapet klarer å opprettholde en stabil drift og vekst. Det samme fremgår gjennom avkastningen på investert kapital som er høyere enn avkastningskravet, som betyr at selskapet skaper merverdi av sin drift.

Videre i kapittel 6, gjennomførte jeg en strategisk analyse av selskapet og bransjen. Analysen belyste selskapets og bransjens styrker, svakheter, muligheter og trusler. I den strategiske analyse fant jeg ut at SalMar har store muligheter foran seg. Dette omfatter særlig momentet med offshore-oppdrett, men også muligheten til å satse mer på økologisk oppdrett, egenprodusert fiskefôr og ferdigprodukter. De største truslene de står ovenfor er myndighetene og deres reguleringer av bransjen, i tillegg til at lakselus og andre sykdommer er en trussel for lønnsomheten til selskapet.

Den fundamentale verdsettelsen bygget på kapitelene jeg presenterte ovenfor, henholdsvis teori, metode, regnskapsanalyse, strategisk analyse og avkastningskravet som ble utredet i påfølgende kapittel 7. For å beregne avkastningskravet til selskapet, benyttet jeg total kapitalmetoden. I den fundamentale verdsettelsen i kapittel 8, benyttet jeg metoden for diskontert kontantstrøm hvor jeg valgte en eksplisitt prognoseperiode på ni – 9 – år. Det tiende året (2032) er terminalåret, hvor jeg antar at SalMar vil være i «Steady State». Ved hjelp av prognoseperioden, estimerte jeg en terminalverdi på 216 mrd NOK og en aksjekurs per 31.12.2022 på 413,43 NOK. Den komparative verdsettelsen ga meg en vektet aksjekurs på 262,75 NOK. Den opsjonsbaserte verdsettelsen førte til et kursestimat på 426,59 NOK. Til sammenligning var den faktiske aksjekursen per 31.12.2022 pålydende 384,8 NOK.

12. Handlingsstrategi

For å fastslå avhandlingens endelige aksjekurs i henhold til problemstillingen, benytter jeg et vektet estimat basert på den fundamentale, komparative og opsjonsbaserte verdsettelsen. Basert på aksjekursen, vil jeg avslutningsvis presentere en handlingsstrategi med utgangspunkt i den faktiske aksjekursen per 31.12.2022 på 384,8 NOK.

Jeg har som nevnt i kapittel 9.5, vektet de komparative verdsettelsene ulikt. Vektingen baserer seg på faktorene som estimatene beregnes fra, og påliteligheten estimatet gir. Videre vil jeg vekte det endelige estimatet ytterligere. Årsaken er at det er mange faktorer i den komparative verdsettelsen som fører til skjevheter i estimatet. Ulikt fra den fundamentale verdsettelsen, hvor mye baserer seg på skjønn og subjektive antakelser, er det andre utfordringer ved den komparative verdsettelsen. Utfordringene

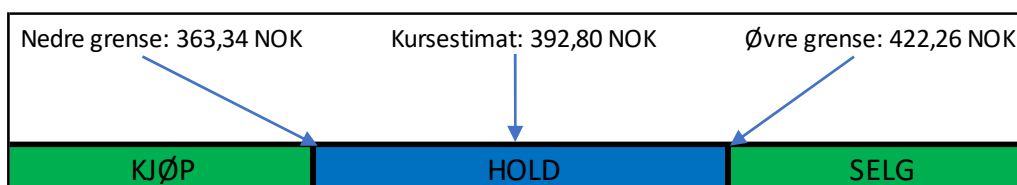
kan være at det er markedet som bestemmer prissettingen, det er lett å utelate essensielle faktorer og at det er vanskelig å finne direkte sammenlignbare selskaper. Utfordringen ved å finne direkte sammenlignbare selskaper har jeg også belyst tidligere i avhandlingen. Problemet viser seg igjen under den komparative verdsettelsen på grunn av at det er store forskjeller på selskapene.

Basert på det ovennevnte vekter jeg henholdsvis den fundamentale verdsettelsen med 70%, den komparative verdsettelsen med 15% og den opsjonsbaserte verdsettelsen med 15%. Dette gir en aksjekurs på 392,80 NOK, som presentert i Tabell 28.

Verdsettelse	Aksjekurs	Vekting	Vektet aksjekurs
Fundamental verdsettelse	413,43	70 %	289,40
Komparativ verdsettelse	262,75	15 %	39,41
Opsjonsbasert verdsettelse	426,59	15 %	63,99
Aksjekurs per 31.12.2022			392,80

Tabell 28 Aksjekurs per 31.12.2022

Som belyst i sensitivitetsanalysen, er små skjønnsbaserte og subjektive antakelser utslagsgivende for selskapsverdien. Utslagene forplanter seg videre og kan gi et skjevt kursestimat. Følgelig har jeg lagt til et sensitivitets-gap på +/- 7,5% fra mitt estimat, som jeg baserer kjøps- / hold- / salgsanbefalingen på. Handlingsstrategien presenteres i Figur 31.



Figur 31 Handlingsstrategi

Siste handelsdag i 2022 var 30.12. Følgelig benytter jeg meg av aksjekursen den dagen. Etter handelslutt 30.12.2022 var SalMars reelle aksjekurs 384,8 NOK. Sammenlignet med mitt kursestimat på 392,80 NOK var SalMars aksje underpriset med 2,04% siste handelsdag i 2022. På grunn av sensitivitetsgapet på 7,5%, ligger likevel aksjekursen innenfor kursintervallet for en hold-anbefaling. Med utgangspunkt i avhandlingen, konkluderer jeg med **en hold-anbefaling på aksjen til SalMar ASA per 31.12.2022.**

Referanseliste

- Aandahl, P. T. & Pettersen, I. K. (2018, 13. august). *Ny modell skal gi bedre forståelse av endringer i lakseprisen*. IntraFish. <https://www.intrafish.no/kommentarer/ny-modell-skal-gi-bedre-forstaelse-av-endringer-i-lakseprisen/2-1-397065>
- Akvakulturloven. (2005). *Lov om akvakultur*. (LOV-2005-06-17-79). Lovdata.no. <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-06-17-79>
- Amundsen, B. (2018). *Her er landene som rammes av fedmeepidemien*. Forskning.no. <https://forskning.no/helse-mat-og-helse-overvekt/her-er-landene-som-rammes-av-fedmeepidemien/273207>
- Amundsen, I. W. & Grønning, T. (2023, 04. januar). *Slo rekord med 30 milliarder – men eksporterte mindre sjømat*. NRK. <https://www.nrk.no/tromsogfinnmark/norge-eksporterte-sjomat-for-151-milliarder-i-2022--storst-vekst-til-usa-1.16242215>
- BarentsWatch. (2023a, 01. mai). *Lakselus*. Bærekraftig i havbruk. <https://www.barentswatch.no/havbruk/lakselus>
- BarentsWatch. (2023b, 01. mai). *Rensefisk*. Bærekraftig i havbruk. <https://www.barentswatch.no/havbruk/rensefisk>
- BarentsWatch. (u.å.). *Kostnader*. Hentet 01. februar 2023 fra <https://www.barentswatch.no/havbruk/kostnader>
- Barney, J. B. & Hesterly, W. S. (2019). *Strategic Management and Competitive Advantage: Concepts and cases* (6. Utgave). Pearson Education, Inc.
- Berge, A. (2020, 27. juli). *Dette er verdens 20 største lakseoppdrettere*. iLaks. <https://ilaks.no/dette-er-verdens-20-storste-lakseoppdrettere-2/>

- Berglihn, H. & Furuset, A. (2023, 20. februar). *Landbasert oppdrett utfordrer laksebransjen: – Målet er å komme under 30 kroner kiloen*. Dagens Næringsliv. <https://www.dn.no/havbruk/landbasert-oppdrett/laks/terjemikalsen/landbasert-oppdrett-utfordrer-laksebransjen-malet-er-a-komme-under-30-kroner-kiloen/2-1-1406807>
- Brudvik, M. (u.å). *Strategisk analyse (SWOT – analyse)*. Regjeringen.no. Hentet 08. februar 2023 fra: <https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/krd/kampanjer/ry/swot-analyse.pdf>
- Chen, J. (2022, 23. mars). What Is the Modigliani-Miller (M&M) Theorem, and How Is It Used? Investopedia.com. <https://www.investopedia.com/terms/m/modigliani-millertheorem.asp>
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3. Utgave: University edition). John Wiley & Sons, Inc.
- DFØ. (2021, 28. Juni). *Hva er en utredning?* Direktoratet for forvaltning og økonomistyring. <https://dfo.no/fagomrader/utredning-og-analyse-av-statlige-tiltak/hva-er-en-utredning>
- Digital Norway. (2022, 5. desember). *Porters fem krefter: Slik gjør du en konkurrentanalyse*. Innovasjon. <https://digitalnorway.com/porters-fem-krefter-slik-gjor-du-en-konkurrentanalyse/>
- Enova. (u.å). *Normalavkastningskrav i Enova*. Enova.no. Hentet 20. mars 2023 fra https://www.enova.no/download?objectPath=upload_images/3FBBDE38BBD448B1ACD993418FD5E9CE.pdf&filename=Normalavkastningskrav%20gjelden-de%20for%202022.pdf
- Fiskeridirektoratet. (u.å.). *Biomasse*. Hentet 12. januar 2023 fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Drift-og-tilsyn/Biomasse>

- Forskningsrådet. (u.å). *Slik forsker du*. Hentet 09. februar 2023 fra <https://www.forskningsradet.no/unge-forskere/kom-i-gang-med-forskningsprosjektet/>
- Frugård, M. (2022, 09. november). *Verden passerer 8 milliarder innbyggere*. FN. <https://www.fn.no/nyheter/verden-passerer-8-milliarder-innbyggere>
- Grieg Seafood. (2023, 31. mars). *2022 Annual report*. Grieg. <https://investor.griegseafood.com/reports-&-presentations>
- Hagland Finans. (u.å.). *Benchmarking*. Hagland finans. Hentet 01. februar 2023 fra <https://haglandfinans.no/informasjon-benchmarking/>
- Helsedirektoratet. (2021, 7. desember). *Kostråd om fisk og annen sjømat: Kostråd*. <https://www.helsenorge.no/kosthold-og-ernaring/kostrad/spis-fisk-oftere/>
- Hill, C. W. L., Schilling, M. A., Jones, G. R. (2020). *Strategic Management an Integrated Approach: Theory & Cases*. (13. Utgave). Cengage Learning, Inc.
- Jacobsen, D. I. (2015). *Hvordan gjennomføre undersøkelser? – innføring i samfunnsvitenskapelig metode (3. utgave)*. Cappelen Damm AS.
- Kaldestad, Y. & Møller, B. (2016). *Verdivurdering, Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. 2. Utgave. Fagbokforlaget.
- Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies (7. Utgave)*. John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.
- Laksefakta. (2021, 04. oktober). *Norske regler for miljø og oppdrett*. <https://laksefakta.no/laks-og-miljo/norske-regler-for-miljo-og-oppdrett/>
- Langli, J. C. (2016). *Årsregnskapet (10. utgave)*. Gyldendal Norsk Forlag AS.

- Lavik, N. for jithomassen.no. (2020, 28. September). *Strategisk analyse*. Jithomassen.no. <https://www.jithomassen.no/strategisk-analyse/>
- Lerøy Seafood Group. (2022, 28. april). *Årsrapport 2022*. Lerøy. <https://www.leroyseafood.com/no/investor/rapporter-og-webcast/arsrapporter/>
- Lybæk, Susanne. (2022, 19. januar). *Velferdsforbedring i økologisk laks? Økologisk Norge*. <https://okologisknorge.no/fakta/hvorfor-er-oekologisk-bra-for-dyra/oekologisk-laks/velferdsforbedring-i-oekologisk-laks/>
- Misund, B. (2023, 21. januar). *Fiskeoppdrett*. Store Norske Leksikon. <https://snl.no/fiskeoppdrett>
- Mowi ASA. (2023. 31. Mars). *Annual report 2022*. Mowi. <https://mowi.com/investors/reports/>
- Norges Bank. (u.å.). *Nullkuponrenter*. Norges Bank. Hentet 08. mars 2023 fra <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/statsrenter/statsrenter/>
- Norges Sjømatråd. (2023, 04. januar). *Norge eksporterte sjømat for 151,4 milliarder kroner i 2022*. Seafood.no: aktuelt/nyheter. <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/norge-eksporterte-sjomat-for-1514-milliarder-kroner-i-2022/>
- Oppdrettsloven. (1985). *Lov om oppdrett av fisk, skalldyr m.v.* (LOV-1985-06-14-68). Lovdata. <https://lovdata.no/dokument/LTI/lov/1985-06-14-68>
- Penman, S. H. (2013). *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (5. Utgave). The McGraw-Hill Companies, Inc.
- Plenborg, T. & Kinserdal F. (2020). *Financial Statement Analysis: Valuation – Credit Analysis – Performance Evaluation* (2. Utgave). Fagbokforlaget.

Porter, M. E. (1980). *Competitive Strategy Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. (1. Utgave). THE FREE PRESS and colophon are trademarks of Simon & Schuster Inc.

PWC. (2022, desember). *Risikopremien i det norske markedet*. PWC.no.
<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html>

Quinsgaard, P. (2019, 14. august). *Visjon, Misjon, Mål og Verdier – byggesteiner for vekst*. Interimleder. <https://blogg.interimleder.no/visjon-misjon-maal-og-verdier-byggesteiner-for-vekst>

Regjeringen. NOU 2010:14 (2010). *Lett å komme til orde, vanskelig å bli hørt – en moderne mediestøtte*. Regjeringen.

Regjeringen. NOU 2019:18 (2019). *Skattlegging av havbruksvirksomhet*. Regjeringen.

Regjeringen. (2021, 11. oktober). *Norsk havbruksnæring*. Regjeringen.no: Havbruk.
<https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/fiskeri-og-havbruk/1/oppdrettslaksen/Norsk-havbruksnaring/id754210/>

Regjeringen. (2022, 07. juni). *Fargeleggingen i trafikklyssystemet i havbruk er klar*. Regjeringen.no. <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/fargelegging-i-trafikklyssystemet-i-havbruk/id2917698/>

Roksvåg, K. R. (2022a, 18. oktober). *Fundamental analyse - Slik verdsetter du aksjer (del 1)*. Finanssans. <https://finanssans.no/fundamental-analyse/>

Roksvåg, K. R. (2022b, 30. November). *Avkastningskrav*. Finanssans.
<https://finanssans.no/avkastningskrav>

Roos, G., Krogh, G., & Roos, J. (2021). *Strategi – en innføring (7. utgave)*. Fagbokforlaget.

SalMar Aker Ocean AS. (2021, 21. august). *SalMar ASA: Inngår partnerskap med Aker for å skape verdens ledende oppdrettsvirksomhet til havs.*
Børsmeldinger. <https://salmarakerocean.no/salmar-asa-inngar-partnerskap-med-aker-for-a-skape-verdens-ledende-oppdrettsvirksomhet-til-havs/>

SalMar ASA. (u.å. a). *Havbasert fiskeoppdrett.* Om SalMar. Hentet 11. januar 2023 fra <https://www.salmar.no/havbasert-fiskeoppdrett-en-ny-aera/>

SalMar ASA. (u.å. b). *Historie.* Om SalMar. Hentet 11. januar 2023 fra <https://www.salmar.no/historie/>

SalMar ASA. (u.å. c). *Strategi & visjon.* Om SalMar. Hentet 19.01.2023 fra <https://www.salmar.no/strategi-visjon/>

SalMar ASA. (2020a, 23. April). *SalMar Årsrapport 2019.* SalMar. <https://www.salmar.no/arsrapporter/>

SalMar ASA. (2020b, 03. September). *Fiskevelferd er bærekraft.* Bærekraft. <https://www.salmar.no/baerekraft/fiskevelfaerd/>

SalMar ASA. (2021, 23. April). *SalMar aarsrapport 2020.* SalMar. <https://www.salmar.no/arsrapporter/>

SalMar ASA. (2022, 22. April). *SalMar Annual Report 2021.* SalMar. <https://www.salmar.no/arsrapporter/>

SalMar ASA. (2023, 28. april). *Annual Report 2022.* SalMar. <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/a2fe8fe1-aec2-435b-8dba-830bca5058b9>

Sander, K. (2021, 06. April). *Konkurrentanalyse («5 Forces»).* Estudie.no. <https://estudie.no/konkurransanalyse/>

- Sander, K. (2022, 28. august). *Strategisk analyse – første skritt i den fundamentale analysen*. Estudie.no. <https://estudie.no/strategisk-analyse/>
- Sander, K. (2023, 17. januar). *SWIMA / VRIO – analyse (ressursanalyse)*. Estudie.no. <https://estudie.no/vrio-analyse-ressursanalyse/>
- Skatteetaten. (u.å.). *Avgift på produksjon av fisk*. Hentet 03. mars 2023 fra <https://www.skatteetaten.no/bedrift-og-organisasjon/avgifter/saravgifter/om/fisk/>
- Stenheim, T., Baksaas, K. M. & Kulset, E. M. (2020). *Aktuelle temaer i regnskap og revisjon*. Cappelen Damm Akademisk / NOASP.
- Synega. (2021, 25. mars). *Utsatt skatt: Alt du trenger å vite*. Synega.no. <https://synega.no/regnskap/utsatt-skatt/>
- Thoresen, A. (2014, 2. utgave). *Revisor som rådgiver – benchmarking: Sammenlign kunden med konkurrentene*. Revisjonsforeningen. <https://www.revregn.no/asset/pdf/2014/2-12-3.pdf>
- Vikøren, B. M., Pihl, R. (2020, 27. desember). *Konkurransestrategi*. Store norske leksikon. Hentet 19. januar 2023 fra <https://snl.no/konkurransestrategi>
- Witzøe, A. (2019, 24. april). *De andre fôrprodusentene følger Cargill og forventer økende produksjon*. Ilaks.no. <https://ilaks.no/de-andre-forprodusentene-folger-cargill-og-forventer-okende-produksjon/>
- Yüksel, I. (2012). *Developing a Multi-Criteria Decision Making Model for PESTEL Analysis*. International Journal of Business and Management; Vol. 7, No. 24; 2012. ISSN 1833-3850. Canadian Center of Science and Education.