



Universitetet
i Stavanger



SALMAR

Passion for Salmon

Verdsettelse av SalMar ASA

Bacheloroppgave

Handelshøgskolen ved Universitetet i Stavanger

Tormod Ulsund Hodne & Sindre Mathias Aalberg Saltvik



Universitetet
i Stavanger

**HANDELHØGSKOLEN VED UIS
BACHELOROPPGAVE**

STUDIUM:

Økonomi og administrasjon

OPPGAVEN ER SKREVET INNEN FØLGENDE
TEMATISKE RETNING:

Regnskap og finans

TITTEL:

Verdsettelse av SalMar ASA

ENGELSK TITTEL:

Valuation of SalMar ASA

FORFATTERE (**NB!** maks tre studenter pr oppgave):

Kandidatnr:

7791

.....

7707

.....

Navn:

Sindre Mathias Aalberg Saltvik

.....

Tormod Ulsund Hodne

.....

VEILEDER:

Siri Valseth

Forord

Denne oppgaven er skrevet som en avsluttende del av vår bachelorgrad innen økonomi og administrasjon på Handelshøgskolen ved Universitet i Stavanger.

I løpet av vår studietid har vi utviklet en genuin interesse for aksjemarkedet. Mye av årsaken til dette kan skyldes deltakelsen begge har hatt i Børsklubben UiS, og all tiden vi har tilbrakt sammen med finansinteresserte medstudenter. Påvirkningen fra det engasjerte finansmiljøet ved UiS har videre resultert at vi i en stor grad har rettet studiene våre mot de finansielle fagene, blant annet adferdsfinans og verdsettelse.

Oppgaven er skrevet i temaet regnskap og finans, og dreier seg om en verdsettelse av det mye omtalte selskapet SalMar ASA, som er et av verdens største lakseoppdrettsselskap.

Vi ønsker å takke vår veileder Siri Valseth som har bistått med veiledning under skrivingen av denne oppgaven. Hun har gitt oss nyttige tips og tilbakemeldinger underveis i vår prosess mot en innlevering av vår bacheloroppgave.

Tormod Ulsund Hodne

Sindre Mathias Aalberg Saltvik

Sammendrag

Formålet med oppgaven var å besvare problemstillingen: «Hva er verdien av SalMar ASA vår 2021?». Vi har med andre ord estimert en verdi av selskapet gitt som en aksjepris. Ved å sammenligne denne prisen med gjeldende aksjekurs er det mulig å komme med en kjøps-, hold- eller salgsanbefaling. For å gjøre dette utførte vi en fundamental verdsettelse av SalMar som beregnet en nåverdi av selskapet ved å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer med et avkastningskrav. Det ble også gjennomført en relativ verdsettelse som sammen med den fundamentale verdsettelsen ga oss et godt grunnlag for estimeringen av selskapets virkelige verdi.

I den første delen av oppgaven presenterte vi selskapet og oppdrettsnæringen slik at leseren fikk en introduksjon om SalMar og hvordan bransjen fungerer. Videre gikk vi gjennom verdsettelsesteorien som ble anvendt i selve verdsettelsen. For å kunne begrunne våre avgjørelser av fremtidige estimater gjennomførte vi en strategisk analyse som tar for seg eksterne og interne forhold som kan påvirke selskapets fremtid. I tillegg analyserte vi regnskapet til SalMar og sammenlignbare konkurrenter for å gi oss en formening om lønnsomhet, likviditet og soliditet hos selskapene. Vi anvendte deretter teori samt informasjonen fra analysene til å beregne fremtidige kontantstrømmer og avkastningskrav. Først da kan kom vi frem til en aksjepris.

En fundamental verdsettelse består av noen sentrale variabler som ved minimale endringer kan gi store utslag i verdiestimeringen. For disse variablene utførte vi en sensitivitetsanalyse, som ga oss et bilde på hvor store konsekvenser som forekommer ved feilberegninger. Etter dette ble den relative verdsettelsen utledet hvor vi fikk et veiledende prisanslag som støttet opp resultatet av den fundamentale verdsettelsen.

Den endelige prisen ble NOK 605. Sluttkursen til selskapet den 7. mai 2021 var NOK 607,6. På bakgrunn av dette gir vi aksjen til SalMar ASA en hold-anbefaling.

Innholdsfortegnelse

Forord.....	II
Sammendrag	III
Figurer, formler og tabeller.....	VIII
1. Innledning	1
1.1 Valg av oppgave	1
1.2 Problemstilling	1
1.3 Avgrensning	1
2. Selskapet og oppdrettsnæringen	2
2.1 SalMar ASA.....	2
2.1.1 Historie og utvikling	2
2.1.2 Visjon og mål.....	3
2.1.3 Selskapsstruktur	4
2.1.4 Verdikjeden til SalMar.....	4
2.2 Oppdrettsnæringen.....	6
2.2.1 Etterspørsel og tilbud	7
2.2.2 Konkurrenter	8
3. Verdsettelsesteori.....	10
3.1 Fundamental verdsettelse.....	10
3.1.1 Egenkapitalmetoden.....	11
3.1.1.1 Kapitalverdimodellen.....	12
3.1.2 Totalkapitalmetoden	16
3.1.2.1 WACC.....	17
3.1.3 Terminalverdi.....	18
3.2 Relativ verdsettelse	19
3.2.1 P/B.....	20
3.2.2 P/E.....	20
3.3 Valg av metode	20
4. Strategisk analyse	21
4.1 PESTEL	21

4.1.1	Politiske faktorer	21
4.1.2	Økonomiske faktorer	23
4.1.3	Sosiale faktorer	25
4.1.4	Teknologiske faktorer	26
4.1.5	Miljømessige faktorer	27
4.1.6	Juridiske faktorer	29
4.1.7	Oppsummering.....	30
4.2	Porter's Five Forces	30
4.2.1	Rivalisering	31
4.2.2	Inngangsbarrierer	31
4.2.3	Substitutter	32
4.2.4	Kjøpernes makt	33
4.2.5	Leverandørenes makt	33
4.2.6	Oppsummering.....	33
4.3	VRIO.....	34
4.3.1	Humankapital.....	34
4.3.2	Verdikjeden.....	35
4.3.3	Innovasjon.....	35
4.3.4	Beliggenhet	36
4.3.5	Markedsandel.....	37
4.3.6	Oppsummering.....	37
4.4	SWOT	37
5.	Regnskapsanalyse	38
5.1	Lønnsomhet.....	39
5.1.1	Egenkapitalrentabilitet	39
5.1.2	Totalkapitalrentabilitet.....	40
5.1.3	Driftsmargin.....	41
5.2	Likviditet.....	41
5.2.1	Likviditetsgrad 1	42
5.2.2	Likviditetsgrad 2	42
5.3	Soliditet.....	43
5.3.1	Egenkapitalprosent.....	43

5.4	Oppsummering.....	44
6.	Fremtidsprognose.....	44
6.1	Driftsinntekter.....	45
6.1.1	Laksepris.....	45
6.1.2	Produksjonsvolum.....	46
6.1.3	VAP.....	47
6.1.4	Oppsummering.....	48
6.2	Driftskostnader.....	49
6.2.1	Varekostnader.....	49
6.2.2	Lønnskostnader.....	50
6.2.3	Andre driftskostnader.....	50
6.2.4	Oppsummering.....	51
6.3	Avskrivninger.....	52
6.4	Virkelig verdijusteringer.....	52
6.5	Inntekt fra tilknyttet selskap.....	53
6.6	Investeringer.....	53
6.7	Arbeidskapital.....	54
6.8	Skatt.....	55
6.9	Fri kontantstrøm til selskap.....	56
6.10	Terminalverdi.....	56
7.	Avkastningskrav.....	57
7.1	Avkastningskrav til egenkapitalen.....	57
7.1.1	Risikofri rente.....	57
7.1.2	Markedets risikopremie.....	58
7.1.3	Beta.....	58
7.1.4	Kapitalverdimodellen.....	60
7.2	Avkastningskrav til totalkapitalen.....	60
7.2.1	Markedsverdi egenkapital.....	60
7.2.2	Markedsverdi gjeld.....	60
7.2.3	Gjeldskostnad.....	61

7.2.4	WACC.....	61
8.	Beregning av verdi.....	62
9.	Sensitivitetsanalyse.....	63
10.	Relativ verdsettelse.....	65
10.1	P/B.....	66
10.2	P/E.....	66
10.3	Oppsummering.....	67
11.	Konklusjon.....	67
12.	Kritikk til oppgaven.....	68
Referanser	.....	69
Bokverk.....	.....	69
Lover og forskrifter.....	.....	69
Artikler og andre nettressurser.....	.....	70
Rapporter.....	.....	73

Figurer, formler og tabeller

Figurer

Figur 1: SalMars verdikjede. (SalMar ASA, 2021e, s. 13).....	5
Figur 2: Globalt proteinkonsum. (Mowi, 2020, s 11).....	7
Figur 3: Relative prisdifferanser indekstert mot laks. (Mowi, 2020, s. 23).....	8
Figur 4: Verdens 20 største lakseoppdrettere. (Berge, 2020, 27. juli).....	9
Figur 5: Trafikklyssystemet. (Regjeringen, 2020, 10. juli).....	23
Figur 6: Historisk laksepris. (Fish Pool, 2021a).....	24
Figur 7: Vekstforventninger for laksetilbud. (Mowi, 2020, s. 26).....	24
Figur 8: Ressurseffektiv produksjon. (Mowi, 2020, s. 21).....	28
Figur 9: Gjennomsnittlige havtemperaturer 2015-2020. (Mowi, 2020, s. 54).....	36
Figur 10: Fish Pool Forward-Priser. (Fish Pool, 2021b).....	46

Formler

Formel 1: Netto nåverdi.....	11
Formel 2: Kapitalverdimodellen.....	12
Formel 3: Regresjonsanalyse.....	15
Formel 4: Regresjonsbeta.....	15
Formel 5: Bottom-Up Beta.....	16
Formel 6: WACC.....	17
Formel 7: Terminalverdi.....	19
Formel 8: P/B.....	20
Formel 9: P/E.....	20
Formel 10: Egenkapitalrentabilitet.....	39
Formel 11: Totalkapitalrentabilitet.....	40
Formel 12: Driftsmargin.....	41
Formel 13: Likviditetsgrad 1.....	42
Formel 14: Likviditetsgrad 2.....	43
Formel 15: Egenkapitalprosent.....	43
Formel 16: Adjusted beta.....	59
Formel 17: Avkastningskrav til egenkapitalen.....	60

Formel 18: Estimert terminalverdi.....	62
--	----

Tabeller

Tabell 1: Sammenlignbare selskaper.	10
Tabell 2: Fri kontantstrøm til egenkapitalen.	11
Tabell 3: Fri kontantstrøm til totalkapitalen.	17
Tabell 4: Historisk egenkapitalrentabilitet.	40
Tabell 5: Historisk totalkapitalrentabilitet.	40
Tabell 6: Historisk driftsmargin.....	41
Tabell 7: Historisk likviditetsgrad 1.	42
Tabell 8: Historisk likviditetsgrad 2.	43
Tabell 9: Historisk egenkapitalprosent.	44
Tabell 10: Fremtidige estimater laksepris.....	46
Tabell 11: Historisk slaktevolum.	47
Tabell 12: Fremtidige estimater slaktevolum.	47
Tabell 13: Historisk VAP.....	48
Tabell 14: Fremtidige estimater driftsinntekter.	48
Tabell 15: Historiske driftskostnader.....	49
Tabell 16: Historiske varekostnader.	49
Tabell 17: Fremtidige estimater varekostnader.....	49
Tabell 18: Historiske lønnskostnader.....	50
Tabell 19: Fremtidige estimater lønnskostnader.....	50
Tabell 20: Historiske andre driftskostnader.	51
Tabell 21: Fremtidige estimater andre driftskostnader.	51
Tabell 22: Fremtidige estimater driftskostnader.	51
Tabell 23: Historiske avskrivninger.....	52
Tabell 24: Fremtidige estimater avskrivninger.	52
Tabell 25: Virkelig verdijusteringer.....	53
Tabell 26: Inntekt fra tilknyttet selskap.	53
Tabell 27: Historiske investeringer.....	54
Tabell 28: Fremtidige estimater investeringer.	54
Tabell 29: Historisk arbeidskapital.	55
Tabell 30: Fremtidige estimater arbeidskapital.....	55

Tabell 31: Kontantstrøm til totalkapitalen.	56
Tabell 32: Gjennomsnittlig regresjonsbeta.	58
Tabell 33: Endelig beta.	59
Tabell 34: Markedsverdi egenkapital.	60
Tabell 35: Markedsverdi gjeld.	60
Tabell 36: Gjeldskostnad.	61
Tabell 37: Avkastningskrav til totalkapitalen.	61
Tabell 38: Nåverdiberegning.	62
Tabell 39: Estimert aksjepris.	62
Tabell 40: Sensitivitet laksepris.	63
Tabell 41: Sensitivitet produksjonsvolum.	64
Tabell 42: Sensitivitet WACC.	64
Tabell 43: Sensitivitet terminalvekst.	65
Tabell 44: P/B og P/E til sammenlignbare selskaper.	66
Tabell 45: Aksjepris fra P/B-multippel.	66
Tabell 46: Aksjepris fra P/E-multippel.	66
Tabell 47: Aksjepris fra relativ verdsettelse.	67

1. Innledning

1.1 Valg av oppgave

Hovedpoenget med en bacheloroppgave er å anvende det vi har lært gjennom det treårige studieløpet innen økonomi og administrasjon. Verdsettelse er et tema som går igjen i flere emner under utdanning vår, og er derfor et allsidig tema å skrive om.

Havbruksnæringen med lakseoppdrett i spissen blir ofte omtalt som en fremtidig bærebjelke i norsk økonomi, da oljenæringen vil bli faset ut i årene fremover. På bakgrunn av dette bestemte vi oss for å verdsette et lakseoppdrettsselskap. SalMar ASA ble et naturlig valg for oss, da vi begge allerede har fulgt selskapet på Oslo Børs de siste to årene. SalMar er inne i en spennende tid da de står frem som en ledende pioner innen havbasert oppdrett og høyteknologiske prosesseringsanlegg. Vi er derfor nysgjerrige på hva disse fortrinnene kan ha å si for SalMar de neste fem årene.

1.2 Problemstilling

Målsetningen med denne oppgaven er å estimere verdien av SalMar i norske kroner per aksje slik at vi kan gi en handelsanbefaling. For å gjøre dette vil vi bruke metoder fra verdsettelsesteori som videre vil bli justert av strategiske og regnskapsmessige analyser. Vi har valgt problemstillingen:

«Hva er verdien av SalMar ASA vår 2021?»

1.3 Avgrensning

SalMar og de sammenlignbare selskapene fører regnskapet sitt i norske kroner (NOK) og derfor er tall og priser gitt i denne valutaen. Regnskapsmessige tall knyttet til verdiestimeringen er gitt i millioner kroner utenom kapittel 7 og tabell 39 som er gitt i hele kroner.

2. Selskapet og oppdrettsnæringen

I den første delen av dette kapitlet vil vi gjennomgå SalMars historie, visjon, mål og selskapsstruktur, etterfulgt av en introduksjon om verdikjeden til selskapet. I andre og siste del vil vi presentere historien til oppdrettsnæringen, samt informasjon om etterspørsel og tilbud i markedet. Avslutningsvis vil vi kartlegge SalMars nærmeste konkurrenter.

2.1 SalMar ASA

2.1.1 Historie og utvikling

SalMar sin historie startet i 1991 da de kjøpte et konkursbo på Frøya i Sør-Trøndelag som bestod av en konsesjon for oppdrettslaks, inkludert et slakteri og bearbeidingsanlegg. Dette oppkjøpet skjedde i en urolig periode for den norske oppdrettsnæringen, som til slutt endte med at Fiskeoppdretternes Salgslag gikk konkurs. Denne konkursen førte videre til at oppdrettsselskapene måtte prosessere og videreforedle fisken på egenhånd, i motsetning til tidligere hvor rund sløyd fisk ble eksportert. Dette tvang SalMar og andre oppdrettsselskaper til en industriell utvikling.

Siden oppstarten til SalMar i 1991 frem til i dag har selskapet utviklet seg til et vertikalt integrert oppdrettskonsern, hvor de selv driver hele verdikjeden. Dette inkluderer alt fra produksjon av rogn ved hjelp av stamfisk til salg av ferdig foredlet laks. I løpet av 30 år har SalMar gått fra å være en liten virksomhet med én laksekonsesjon, til å bli en av verdens største lakseoppdrettere med operasjoner i Norge, Skottland og Island, samt asiatiske salgskontorer. Antall ansatte startet på 11, som nå er økt til ca. 1700, og selskapet fortsetter å vokse inn i fremtiden.

Historisk tidslinje for SalMar fra 1991 – 2020: (SalMar ASA, 2021a)

1991-2000: I denne perioden ble det kjøpt 2 lakseoppdrettskonsesjoner i tillegg til startoppkjøpet i 1991, og 49% av Senja Sjøfarm AS som til sammen hadde ni konsesjoner og et settefiskanlegg. Det ble også satt i gang settefiskproduksjon i Nord-Trøndelag samt en kapasitets utvidelse av bearbeidingsanlegget på Frøya. Kverva Holding AS ble eeneier av SalMar i denne perioden. I år 2000 ble det slaktet 11 000 tonn laks.

2001 – 2005: SalMar skaffet sin første utenlandsetablering. Dette ble gjort sammen med Lerøy Seafood Group ASA, hvor de sammen kjøpte Norskott Havbruk AS. I denne perioden ble det også gjort viktige grep innad i SalMar. Dette innebar salg av virksomheter som ikke var en del av hovedvirksomheten. I år 2005 ble det slaktet 35 000 tonn laks.

2006 – 2010: Perioden startet med et nedsalg på 42,5% av Kverva Holding AS sine aksjer til norske og utenlandske investorer. I 2007 ble SalMar børsnotert på Oslo Børs hovedliste. I løpet av disse 5 årene ble det kjøpt hele 23 lakseoppdrett konsesjoner og 2 settefiskanlegg i forbindelse med oppkjøp av en rekke oppdrettsselskaper. De resterende 51% av Senja Sjøfarm AS ble også kjøpt i denne perioden. I år 2010 ble det slaktet 79 000 tonn laks.

2011 – 2015: På disse 5 årene skaffet SalMar seg ytterligere 24 flere lakseoppdrettskonsesjoner ved oppkjøp av flere selskaper. Det ble også kjøpt indirekte eiendeler på 22,91% av aksjene i det islandske oppdrettsselskapet Arnarlax Ehf. I 2015 ble det slaktet 150 000 tonn laks.

2016-2020: I 2017 ble Ocean Farm 1 ferdigstilt, verdens første havmerd. Videre gjennomføres en opprettelse av avtale om erverv av 51% av aksjene i MariCulture AS. Selskapet utvikler en dypvannsmerd som åpner for oppdrett på åpent hav. Det er også lagt opp til langsiktige satsninger på havbasert oppdrett, samt utbygging av slakteri- og videreforedlingsandlegg, InnovaNor, og settefiskanlegget Senja 2. I fjor ble en emisjon gjennomført på Island som førte til noteringen av Icelandic Salmon AS (holdingselskap til Arnarlax Ehf.), hvor SalMar nå eier på 51%. I 2020 ble det slaktet 173 500 tonn laks.

2.1.2 Visjon og mål

For SalMar er det essensielt at veksten i oppdrettsbransjen skal være bærekraftig. Dette gjelder miljømessig, samfunnsmessig og økonomisk. For å styrke denne meningen har de en visjon som lyder slik: «Passion for Salmon». Med dette setter SalMar søkelys på at oppdrett skal skje på laksens egen betingelse, noe som skal gjenspeiles i alle produksjonsområder. To strategiske mål som den operative virksomheten følger er at biologi skal være kostnadsledende, og at salg og industri skal sikre optimal anvendelse av laksen for å oppnå den best mulige prisen. Ifølge selskapet er gitt målsetning kjernen i sitt strategiske fundament og skal forsikre at de opprettholder sin ledende posisjon i den globale laksenæringen, hvor de alltid jager etter å være verdens beste oppdrettsselskap (SalMar ASA, 2021b).

2.1.3 Selskapsstruktur

SalMar sin selskapsstruktur viser en tydelig divisjonalisering, hvor produksjonsprosessen er fordelt over 9 datterselskaper. I tillegg eier selskapet 51% av Icelandic Salmon AS og 50% av Norskott Havbruk AS, hvor Lerøy Seafood Group ASA eier resterende 50%. Icelandic Salmon AS eier 100% av Arnarlax Ehf. som er den største lakseoppdretteren på Island, og Norskott Havbruk eier 100% av Scottish Sea Farms Ltd., som er den nest største lakseprodusenten i Storbritannia. De norske oppdrettsaktivitetene foregår langs kysten fra Møre og Romsdal helt opp til sørlige del av Troms og Finnmark. Slakteri- og videreforedlingsanleggene er lokalisert på Frøya i Trøndelag (InnovaMar) og på Aukra i Møre og Romsdal (Vikenco). I sommer starter driften på det nye anlegget på Senja i Nord-Norge, kalt InnovaNor (SalMar ASA, 2021c).

I følge Proff.no eier Kverva Industrier AS 52,459% av SalMar ASA, etterfulgt av State Street Bank and Trust Comp (6,972%), Folketrygdfondet (5,786%) og JPMorgan Chase Bank, N.A., London (4,026%) (Proff, 2021). Alle øvrige aksjonærer innehar til sammen 30,757% av selskapet, hvor høyeste andel veier < 4%. Hovedkontoret til SalMar er lokalisert på Frøya i Trøndelag. Konsernet ble stiftet i 1991 av Gustav Witzøe, som også er nåværende konsernsjef. Han eier indirekte 93,02% av Kverva AS, morselskapet til Kverva Industrier AS (SalMar ASA, 2020, s. 57).

2.1.4 Verdikjeden til SalMar

SalMar er et vertikalt integrert lakseselskap som kontrollerer alle leddene i verdikjeden. Med andre ord opererer SalMar innenfor oppdrett, slakting, foredling, salg og distribusjon. Å kunne styre hele verdikjeden gir store fordeler i oppdrettsbransjen, ettersom man blir mindre avhengig av eksterne selskaper. Dette sikrer bedre kontroll over den daglige driften og gir en mer stabil og effektiv produksjon. Figur 1 viser oversikt over SalMar sin verdikjede, som vi går nærmere inn på videre i kapitlet.



Figur 1: SalMars verdikjede. (SalMar ASA, 2021e, s. 13).

Den første delen av verdikjeden foregår på land og tilhører virksomhetsområdet settefisk og smoltproduksjon. Denne prosessen er tidkrevende, og tar laksen gjennom alle de naturlige utviklingsfasene. Her hentes rogn og melk fra stamfisk, og når rognen blir befruktet settes den inn i en inkubasjonstank, hvor de befruktete eggene tilbringer seg i ferskvann i ca. 60 dager før de klekkes. Denne småfisken kaller man yngel. Neste steg er å omplassere yngelen i kar der den skal vokse i 16 måneder. Under denne prosessen er det fokus på at utviklingen skjer under naturlige forhold. Når fisken er klar, vil den bli transportert fra ferskvann ut til merder i saltvann via en brønnbåt. I denne fasen kalles fisken for smolt, hvor den skal ferdigutvikles over 14-22 måneder. Da skal laksen være slakteklar og veie mellom 4-6 kilogram (Seafood from Norway, 2021).

For at et oppdrettsselskap skal lykkes, er det helt avgjørende med god tilgang på smolt av høy kvalitet. SalMar gjør seg derfor selvforsynt av smolt gjennom syv forskjellige yngel og smoltanlegg som er lokalisert langs norskekysten. De har utarbeidet egne kvalitetsstandarder som sørger for en så sikker og effektiv produksjon som mulig. SalMar eier rett over 100 konsesjoner som fordeler seg på oppdrettsanlegg fra Sunnmøre lengst i sør til Sør-Varanger lengst i nord. Hovedfokus deres er rettet mot en kostnadseffektiv drift samtidig med en optimalisert laksevelferd. Dette gjennom optimal vekst ved lavest mulig fôrfaktor og lokaliteter med riktig kapasitet. I tillegg til anleggene i Norge, er også anleggene til Arnarlax tatt med som segmenter i SalMars produksjon (SalMar ASA, 2021d).

Slakteklar laks hentes levende ut av merdene og blir levert til et slakteri for videreforedling og pakking. SalMar har satset stort på samarbeidet mellom egne foredlingsvirksomheter og oppdrettsanlegg. Dette effektive samarbeidet har vært helt sentralt for den sterke veksten til selskapet. De har muligheten til å sende store mengder laks til sine egne slakterier og klarer derfor å oppnå stordriftsfordeler og en større fleksibilitet innad i selskapet. I dag har SalMar et stort prosesseringsanlegg kalt InnovaMar som holder til i Midt-Norge. InnovaNor åpner også i sommer, som skal fungere på samme måte som dagens InnovaMar i Midt-Norge. Disse

prosesseringsanleggene er i besittelse av markedets beste teknologi som gjør foredlingsprosessen mer kostnadseffektiv. Når laksen er prosessert blir den solgt rundt om i hele verden. Laks som er produsert av SalMar blir solgt gjennom SalMars salgsapparat, samt via eventuelle samarbeidspartnere.

2.2 Oppdrettsnæringen

Lakseoppdrett er en relativt ung næring som kan dateres tilbake til 50-tallet. Norges Fiskeri- og Kysthistorie (Universitetet ved Bergen [UiB], 2014) deler den historiske livssyklusen til næringen inn i tre faser:

Pionerfasen (1950-1970): I denne fasen bestod oppdrettsnæringen av bønder i distriktene som testet ut oppdrett av laks og sjøørret sammen med et lite forskningsmiljø. I denne perioden var det mye prøving og feiling, men kunnskapen om oppdrett vokste raskt. Tidlig på 1970 tallet var oppdrettsnæringen ansett til å være levedyktig med stort utviklingspotensial.

Gjennombrudds og vekstfasen (1970-1991): På grunn av sterk vekst i næringen ble det innført konsesjoner for nyetableringer i næringen i 1973. På begynnelsen av 80 tallet var det for det meste laks å finne i merdene. Dette først og fremst fordi det var enklere å markedsføre som førte til en bedre pris. Norsk laks hadde også på dette tidspunktet kapret store markedsandeler i USA og Europa.

Mot slutten av 80 tallet ble det tildelt flere konsesjoner og produksjonen økte. Dette medførte en metning i markedet som resulterte i et betydningsfullt prisfall. Dette prisfallet sammen med en betydelig økt realrente førte til en krise i oppdrettsnæringen i begynnelsen av 90 tallet. Denne krisen dro med seg flere oppdrettsselskaper til en konkurs sammen med Fiskeoppdretternes Salgslag. Som følger av denne krisen ble kravene om lokalt eierskap endret. Dette åpnet for andre og større investorer.

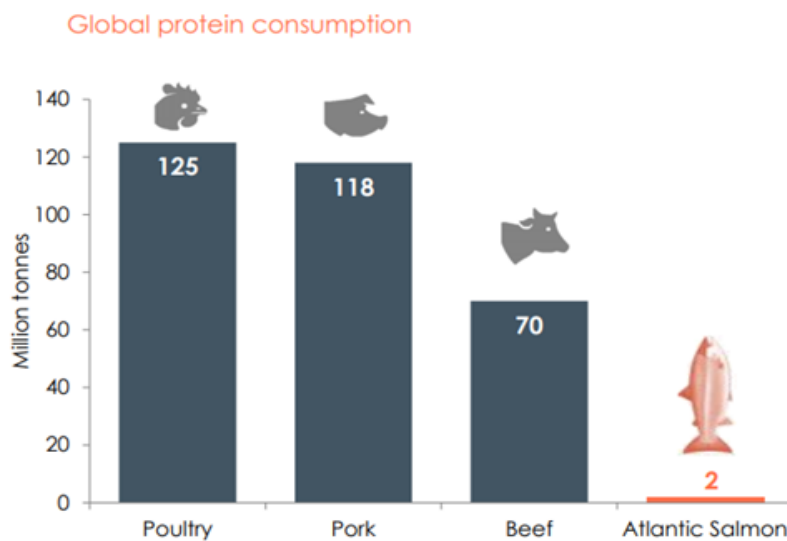
Industrifasen (1991-i dag): Som nevnt overfor ble kravene om lokalt eierskap redusert i 1991 og det ble åpnet for “fremmede” investorer. Dette har frem til i dag ført til at eierskapsstrukturen i næringen endret seg fra mange små aktører til få store aktører.

Utviklingen de siste 20 årene har vært formidabel i alle ledd av næringen. Produksjonen i dag er mer effektiv på grunn av bedre teknologi, bedre fôr samt vaksinerings av smolt som har gjort laksen mer robust.

Tross den store utviklingen, er det fremdeles utfordringer i næringen. I dag kjemper man en kamp mot lakselus, rømming og fremtidig tilgang på fôr.

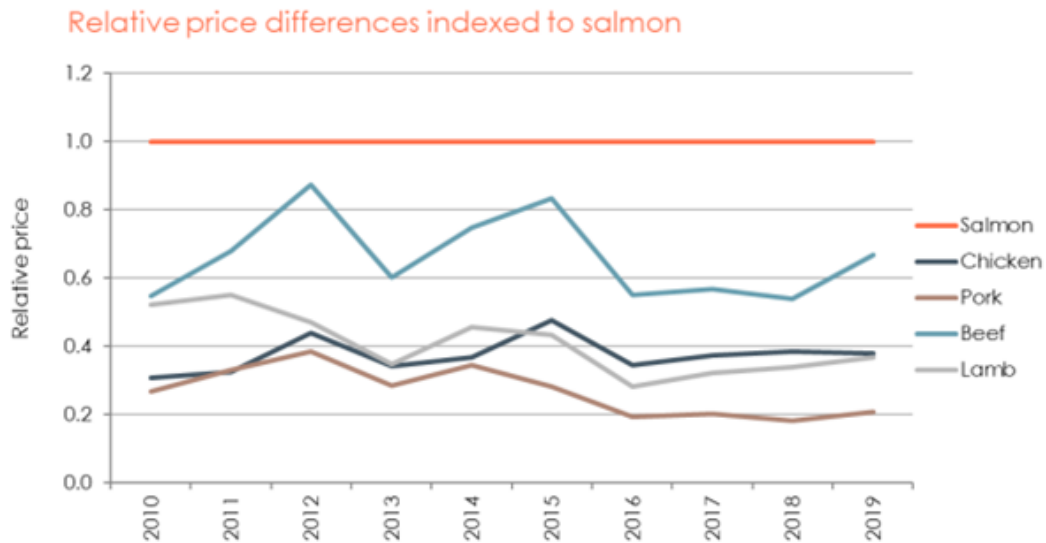
2.2.1 Etterspørsel og tilbud

Etterspørselen etter atlantisk laks er påvirket av demografiske endringer. Det globale befolkningstallet er i konstant økning, noe som indikerer at behovet for mat er stigende. Veksten tilsier at verdens populasjon vil nesten nå 10 milliarder mennesker innen 2050, derfor vil laks være viktig i de fremtidige årene som kommer (Mowi, 2020, s. 19).



Figur 2: Globalt proteinkonsum. (Mowi, 2020, s 11).

Figuren over visualiserer det globale proteinkonsumet, hvor laks ligger langt bak de andre proteinkildene. Dette kan komme av at laks generelt sett har vært høyere priset (se figur 3), og sett på som en mer luksuriøs kilde til protein i forhold til konkurrentene. Middelklassen har tidligere heller prioritert billigere alternativer, men i dagens samfunn har økonomien vokst for alle klasser, noe som gjør at flere har råd til å konsumere et mer variert kosthold. Laks, med sine helsefordeler, forventes å få økt prioritet, spesielt med en eldrebølge som krever sunnere næring for å holde seg friske.



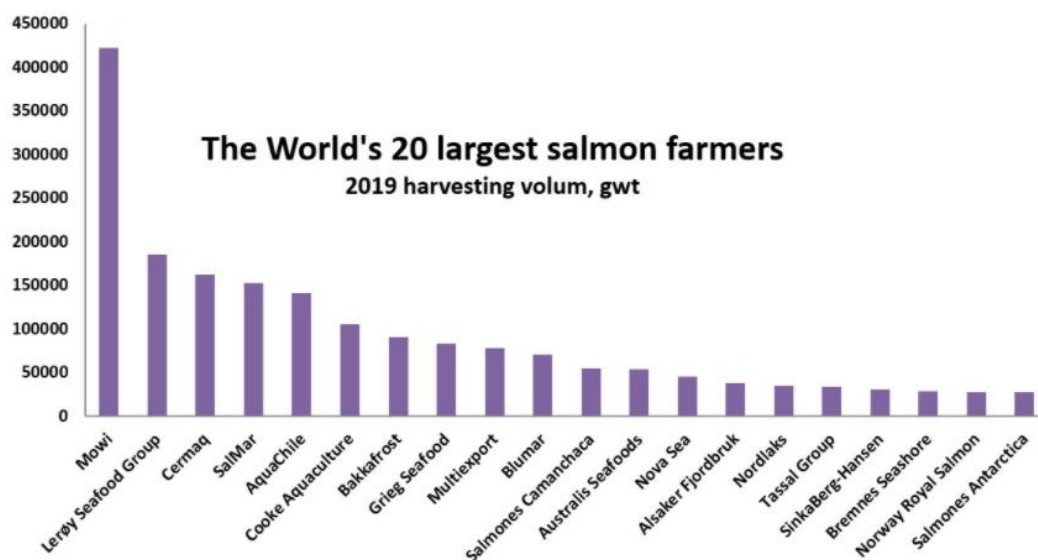
Figur 3: Relative prisdifferanser indeksert mot laks. (Mowi, 2020, s. 23).

Tilbudet av laks har steget med 478% siden 1995, med årlig vekst på 8%. Nå har den årlige veksten blitt redusert til 7%, og ifølge Kontali Analyse blir årlig forventet vekst i årene 2019-2023 på 3% (Mowi, 2020, s 26). Bakgrunnen til dette er at oppdrettsnæringen har nådd et produksjonsnivå som presser de biologiske grensene. Derfor er det essensielt for fremtidig vekst i bransjen med teknologiske fremskritt og utvikling av medisin til laksen, samt forbedringer i industrireguleringer og samarbeid mellom oppdrettsselskaper. Et annet problem som hindrer fremtidig vekst, er gunstige havforhold egnet til oppdrett. Det er få kystlinjer som tillater bærekraftig oppdrett av laks, dette med tanke på temperaturer og havstrømmer. En løsning på dette kan være landbasert oppdrett, som i de siste årene har tiltrukket seg oppmerksomhet fra en rekke investorer. Denne tilnærmingen er enda i en tidlig fase, men kan være fremtiden for oppdrettsnæringen.

2.2.2 Konkurrenter

I dagens oppdrettsnæring finner man mange aktører av ulike størrelser. På tross av at dette er det noen få store selskaper som står for mesteparten av omsetningen i bransjen. I relativ verdsettelse er det viktig å finne så nærliggende selskaper som mulig, når vi skal ta for oss selskapets konkurrenter. Derfor har vi satt følgende kriterier før vi velger ut selskaper. Det første kriteriet er at selskapene må være en av de største oppdretteriene av laks i verden. Dette kommer av at SalMar tilhører denne gruppen og at disse selskapene i stor grad anses

som sammenlignbare. Da har vi tatt utgangspunkt i de 20 største lakseoppdrettselskapene i verden i 2019.



Figur 4: Verdens 20 største lakseoppdrettere. (Berge, 2020, 27. juli).

Det andre kriteriet vi har satt er at selskapene må være fullt vertikalt integrert, med det mener vi at selskapet må ha kontroll på hele verdikjeden. Ettersom SalMar selv opererer etter gitt selskapsstruktur vil det være gunstig å velge selskaper av samme type ved sammenligningen. Det siste kriteriet er at selskapet må være et norsk børsnotert selskap. Dette er fordi det er lettere å sammenligne selskaper som er notert på Oslo Børs, da alle driftes under samme rammebetingelser, i tillegg til at selskapene bruker samme valuta, NOK, slik at vi kan utelukke valutakursomberegninger.

Ut ifra de nevnte kriteriene har vi først og fremst valgt Lerøy Seafood Group og Grieg Seafood som sammenlignbare selskaper. Vi mener det er de nærmeste norske selskapene SalMar konkurrerer mot med tanke på markedsverdi og slaktevolum. Sistevalget har stått mellom Mowi og Norway Royal Salmon (NRS). Førstnevnte er verdens største lakseoppdretter, med nesten doblet markedsverdi og over triplet slaktevolum forholdsvis til SalMar, sistnevnte er derimot betraktelig mindre. Derfor står selskapene på hver sin side av skalaen, men vi har besluttet oss til NRS. Grunnet for valget er at deres virksomhet er tilnærmet SalMar med fokus på oppdrett lokalt i Norge, hvor Mowi derimot er etablert rundt omkring i hele verden. Samtidig har NRS nylig investert i satsning av havmerder likt som

SalMar. Tabell 1 viser en oversikt over selskapene hvor regnskapstallene er hentet fra årsrapportene for 2020.

Sammenlignbare selskaper		
Selskap	Markedsverdi	Slaktevolum (1000 tonn)
Mowi	106 000	540,3
SalMar	65 000	173,5
Lerøy Seafood Group	44 000	170,8
Grieg Seafood	9 400	86,8
Norway Royal Salmon	8 500	30,5

Tabell 1: Sammenlignbare selskaper.

3. Verdssettelsesteori

Det finnes ulike tilnæringer når man skal verdsette et selskap. I denne oppgaven har vi valgt å finne verdien ved hjelp av fundamental verdsettelse. Vi gjennomfører også en relativ verdsettelse slik at vi får sammenlignbare verdier. I kapitlet vil vi gjøre rede for teorien som anvendes i verdsettelsesprosessen.

3.1 Fundamental verdsettelse

En fundamental verdsettelse baseres på en diskontert fri kontantstrøm (DCF) der man regner ut verdien av fremtidige kontantstrømmer diskontert tilbake til nåtid. Denne verdien kalles netto nåverdi (NPV), hvor man bruker et avkastningskrav til å beregne tidskostnaden og risikoen knyttet til de genererte kontantstrømmene over levetiden til eiendelen som blir verdsatt. Eiendelen er avhengig av en årlig vekst som er høyere enn avkastningskravet for at nåverdien skal være positiv. Dersom nåverdien er negativ, vil det være ideelt å stryke prosjektet i og med at dette indikerer negativ lønnsomhet. Selve kontantstrømmene vil variere alt etter hvilke eiendeler som blir vurdert, og verdien av de avhenger av hvor høy den fremtidige veksten er (Damodaran, 2012, s. 11-12). NPV-formelen er illustrert i formel 1.

$$NPV = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

NPV = netto nåverdi

CF = kontantstrøm

n = levetiden til eiendelen

t = periode

r = avkastningskrav

Formel 1: Netto nåverdi.

Det finnes ikke en unik måte å sette opp en kontantstrøm på. Virksomheter benytter seg av mange ulike modeller, hvor noen mener at den ene versjonen er bedre enn den andre. Likevel, kan vi kategorisere alle metodene inn i to kategorier; egenkapitalmetoden og total kapitalmetoden.

3.1.1 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden anvendes for å finne verdien av selskapets egenkapital. For å gjøre dette regner man ut fri kontantstrøm til egenkapitalen, eller FCFE (Free Cash Flow to Equity).

Hensikten er å beregne det potensielle utbyttet til eierne, etter å ha møtt reinvesteringsskravene til driften.

Egenkapitalmetoden	
	Driftsresultat etter skatt
+	Avskrivninger
-	Investeringer
+/-	Endring i arbeidskapital
+	Netto gjeld
=	FCFE

Tabell 2: Fri kontantstrøm til egenkapitalen.

Tabell 2 viser hvordan FCFE utregnes. Etter man fratrekker skatt fra driftsresultatet legges avskrivninger til. Dette er først og fremst ført som en kostnad i driftsresultatet, men ettersom avskrivninger egentlig bare representerer verditapet av varige driftsmidler er ikke kostnaden ansett som et likviditetstap. Investeringer er knyttet til salg av varige driftsmidler og føres som et negativt tall i kontantstrømmen. Differansen mellom investeringer og avskrivninger, netto investeringer, er normalt sett en funksjon for selskapets vekst. Selskaper med høy vekst har som regel høye netto investeringer relativt til resultatet. De to siste postene som føres er endring i arbeidskapital og netto gjeld. Arbeidskapitalen øker dersom for eksempel

varelageret økes, noe som krever kapital fra selskapet, og derfor vil en slik endring være et likviditetstap og føres negativt i kontantstrømmen. I motsatt tilfelle, ved reduksjon av varelageret, vil endring i arbeidskapital føres positivt. Netto gjeld er differansen mellom opptak av gjeld og gjeldsnedbetalinger, noe som gir investorene en formening om likviditeten fra anskaffet gjeld (Damodaran, 2012, s. 351-352).

3.1.1.1 Kapitalverdimodellen

Kapitalverdimodellen, eller CAPM (Capital Asset Pricing Model) er en modell som beregner forventet avkastning en eiendel kan skape. Resultatet av CAPM kan brukes som egenkapitalkostnaden til en investering, og er derfor egnet som et avkastningskrav fra eierne ved en verdiberegning av selskapet. Formel 2 som man ser nedenfor viser utførelsen av modellen (Damodaran, 2012, s. 68).

$$E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f]$$

$E(R_i)$ = Forventet avkastning

R_f = Risikofri rente

$[E(R_m) - R_f]$ = Markedets risikopremie

β_i = Beta

Formel 2: Kapitalverdimodellen.

Når man beregner CAPM er det hovedsakelig tre parametere som må være til stede: risikofri rente, markedsrisikopremie og beta.

Risikofri rente

Første ledd i CAPM er risikofri rente. Når man skal beregne investeringsrisiko, ser man først på investeringer som er risikofrie relativt til investeringen som skal gjøres. For eierne representerer dette tallet et minimumskrav for avkastning på deres investering. Men hva innebærer det at en eiendel er risikofri? I følge Damodaran er det to krav som må oppfylles. Det første er at misligholdsrisiko ikke kan være tilstedeværende. En slik forutsetning eliminerer verdipapirer utstedt av private aktører basert på det faktum at alle selskaper uansett størrelse og omdømme innehar en viss grad av misligholdsrisiko. Derfor sitter man igjen med et alternativ; statlige utstedte verdipapirer. Dette er ikke på grunn av at de er bedre styrt en private selskaper, men fordi de som regel kontrollerer pengetrykningen i sin stat, noe som tilsier at de kan love forventet avkastning under nominelle vilkår. Det andre kravet er ingen

tilstedeværelse av reinvesteringsrisiko. Dette må være oppfylt for at forventet avkastning skal reflektere reell avkastning. For å illustrere problemet kan man ta for seg en forventet avkastning over en femårig periode. En seksmåneders statsobligasjon uten misligholdsrisiko er ikke risikofri, fordi det eksisterer en reinvesteringsrisiko ved at man ikke vet hva statsobligasjonsrenten er om seks måneder. Vi har samme problemet med en femårig statsobligasjon ettersom det ikke er mulig å forutse reinvesteringene av kupongene under levetiden. Beste estimat av risikofri rente til en investering med femårig tidshorison vil derfor være en femårig kupongfri statsobligasjon uten misligholdsrisiko (Damodaran, 2012, s. 154-155). Disse kravene skaper spekulasjoner blant investorer og analytikere hvor det er vanskelig å finne et beste estimat. Vi vil gå nærmere inn på vår tilnærming ved bestemmelsen av risikofri rente i kapittel 7.1.1.

Risikofri rente som anvendes ved estimering av forventet avkastning bør også være målt i konsistens med måten kontantstrømmene er målt. Dette innebærer at kontantstrømmer målt i nominelle norske kroner diskonteres med et avkastningskrav som inneholder en risikofri rente basert på norske statsobligasjonsrenter (Damodaran, 2012, s. 156). Med gitte forutsetninger er det tydelig at valutaen påvirker valget av risikofri rente slik at den reflekterer inflasjonsmål. Kombinasjonen av feil valuta og statsobligasjon vil gi risiko basert på feil inflasjonsforventinger. Spørsmålet om man skal bruke nominelle eller reelle rentesatser er også verdt å stille. Ved lave inflasjonsforventinger vil det være gunstig med en nominell rente, men hvis inflasjonen er ustabil eller høy vil en reell rente være et bedre mål for å reflektere virkeligheten.

Markedets risikopremie

En investors investeringsvilje er styrt av risiko. En investering som har en mer risikabel natur, skal i teorien gi høyere avkastning enn sikrere alternativer for å kompensere for risikoen investoren tar på seg. Markedets risikopremie er et gjennomsnittsmål for avkastningspremien investorer på markedet krever for investeringen. Denne premien representerer differansen mellom den forventede avkastningen en markedsportefølje genererer og den risikofrie renten (Damodaran, 2012, s. 159). Ved estimering av markedsrisikopremie er det standardisert å bruke historiske data fra markedet samt se på hvilke gjennomsnittssatser som har blitt anvendt av analytikere og investorer i tidligere perioder.

Beta

Børsen er et marked som består av mange ulike verdipapirer. Samlet sett er alle aktører påvirket av en felles markeds kraft. Risikoen tilknyttet markedet kalles systematisk risiko. Dette er en ikke-diversifiserbar risiko, som påvirker alle eiendeler i en portefølje. For å måle denne risikoen ser man på hvor sensitiv verdipapirene er i forhold til markedsendringer. Denne sensitiviteten kalles beta (β). Referansepunktet som benyttes er markedsindeksen, med en verdi på 1. En aksje med en beta høyere enn 1 vil få en forsterket kurssvingning relativt til indeksen. Derimot, en aksje med en beta på 0-1 vil svinge i lik retning som indeksen, men med lavere styrke (Brealey, Myers & Allen, 2017, s. 181). For eksempel, aksje A har en beta på 2 og aksje B har en beta på 0,5. Dersom indeksen øker med 1% vil dette i teorien gi dobbelt utslag på aksje A og halvert utslag på aksje B ($A = 2\%$, $B = 0,5\%$).

Damodaran presenterer tre ulike tilnærminger ved utregning av en beta; historisk beta, fundamental beta og regnskapsbeta. Vi har valgt å forholde oss til de to første tilnærmingene og ignorere regnskapsbeta. Begrunnelsen er at denne typen beta inneholder skjevheter ved beregningen, er påvirket av faktorer utenfor driften og har mindre antall observasjoner (Damodaran, 2012, s. 205-206).

Historisk beta

En historisk beta, også kalt regresjonsbeta, er statistisk beregnet ved hjelp av en regresjonsanalyse, hvor man ser på en regresjon som måler avkastningen på en investering opp mot markedsindeksavkastningen. Denne dataen er basert på historiske tall fra selskapet og indeksen, med intervaller på dager, uker eller måneder. En viktig ting å ta i betraktning er hvilken type indeks man måler opp imot. I teorien er det optimalt å bruke en indeks som inneholder alle aksjene i det gitte markedet, men praksis brukes aksjeindekser som OSEBX eller S&P 500 som et representativt utvalg for markedsporteføljen (Damodaran, 2012, s. 183). Formel 3 viser til hvordan en regresjonsanalyse beregnes.

$$R_j = a + b R_m$$

R_j = Aksjeavkastning

R_m = Markedsavkastning

a = Skjæringspunkt

b = Stigningstall

Formel 3: Regresjonsanalyse..

I formelen er beta illustrert som stigningstallet b. Som sagt er funksjonen til tallet å fortelle oss den gjennomsnittlige endringen til aksjeavkastningen dersom indeksavkastningen øker eller reduseres med én enhet. Nedenfor ser vi formelen som utleder regresjonsbetaen.

$$\text{Regresjonsbeta } (\beta) = \frac{\text{Kovarians } (R_m, R_j)}{\text{Varians } (R_m)}$$

Formel 4: Regresjonsbeta.

Selv om historisk beta er en konvensjonell tilnærming til beta, finnes det begrensninger ved metoden. Det største problemet omhandler standardfeil. Dersom den gir lav standardfeil, indikerer det at indeksen er høyt vektet av et selskap, og derfor har betaen vanskeligheter med å reflektere reell risiko. Endring til en mer representativ indeks vil føre til økt standardfeil, som tilsier at store andeler av risikoen er selskapsspesifikk. Valg av annen historisk periode, eller periodenes intervall, hjelper heller ikke på grunn av økt usikkerhet rundt selskapets faktiske beta (Damodaran, 2012, s. 193). Oppsummert vil en regresjonsbeta enten inneholde for mye støy eller skjevhet i estimeringen, noe som gjør den uegnet til å måle egenkapitalrisikoen til et selskap.

Fundamental beta

En fundamental beta er en alternativ tilnærming til den historiske betaen, hvor man tar i bruk fundamentale elementer et selskap har. I følge Damodaran, er en beta bestående av tre variabler; virksomhetsområde, driftsmakt og gjeldsgrad. Hvilket virksomhetsområde et selskap opererer i vil påvirke betaverdien. I en mer uforutsigbar industri vil selskapet

automatisk få en høyere beta på grunn av markedskreftene. Driftsmakt omhandler forholdet mellom faste og totale kostnader. Et selskap med høye faste kostnader besitter høy driftsmakt, noe som gir varierende driftsresultater, dermed en høyere beta. Gjeldsgraden forteller oss hvor store deler av selskapets kapital som er vektet av gjeld. Økt gjeldsgrad fører oftest til økt beta, ettersom økt gjeld kan være lønnsomt i gode perioder og kostbart i dårlige perioder (Damodaran, 2012, s. 193-195).

Fremgangsmåten ved beregningen er stegvis, hvor vi til slutt ender opp med en bottom-up-beta. Denne metoden bruker gjennomsnittlige målinger fra sammenlignbare selskaper for å danne en beta giret av egen gjeldsgrad og skattesats. Først identifiserer man bransjen selskapet tilhører, og deretter bruker vi konkurrentenes regresjonsbetaer for å danne en gjennomsnittsbeta for bransjen. Videre danner vi en unlevered beta. Dette gjøres ved å bruke gjennomsnittlig gjeldsgrad og skattesats fra gjeldende konkurrenter til å gire ned den gjennomsnittlige regresjonsbetaen. Dersom selskapet tilhører flere bransjer, må dette tas hensyn til ved hjelp av vekting. Vi sitter nå igjen med en unlevered beta, hvor det eneste som gjenstår er å gire opp betaen med selskapets egen gjeldsgrad og skattesats. Resultatet er en bottom-up levered beta (Damodaran, 2012, s. 197).

$$Unlevered\ beta_{bransje} = \frac{Beta_{konkurrenter}}{[1 + (1 - t)(D/E_{konkurrenter})]}$$

$$Levered\ beta_{selskap} = Unlevered\ beta_{bransje} [1 + (1 - t)(D/E_{selskap})]$$

Formel 5: Bottom-Up Beta.

3.1.2 Totalkapitalmetoden

Totalkapitalmetoden anvendes for å finne verdien til selskapets totale verdi. Kontantstrømmene av denne metoden tar ikke bare hensyn til eierne, men også interessentene. Dette gjelder for eksempel leverandører og kreditorer. Hvordan dette påvirker FCFE (Free Cash Flow to Firm) er visualisert i tabell 3. Forskjellen er at man ser bort fra netto gjeld og reverserer likviditetsendringer knyttet til denne posten. Slik ender vi med en kontantstrøm før gjeldsbetalinger (Damodaran, 2012, s. 380-381).

Totalkapitalmetoden	
	Driftsresultat etter skatt
+	Avskrivninger
-	Investeringer
+/-	Endring i arbeidskapital
=	FCFE

Tabell 3: Fri kontantstrøm til total kapitalen.

Ettersom total kapitalmetoden inkluderer mer enn bare egen kapitalen, må man finne et annet avkastningskrav enn det man beregner ved hjelp av CAPM. Dette må reflektere risikoen på gjeldssiden samtidig som den inkluderer egen kapitalelementet. Videre i kapitlet vil vi gå igjennom en slik tilnærming.

3.1.2.1 WACC

WACC står for «Weighted Average Cost of Capital» og er en metode som brukes til å utregne total kapital kostnaden. Dette tallet representerer den forventede samlede avkastningen på en portefølje bestående av selskapets samtlige utstedte aksjer og lånepapir (Brealey et al., 2017, s. 224). I total kapitalmetoden brukes derfor WACC som avkastningskrav. Grunnen til at denne tilnærmingen er godt egnet som risikomål er hvordan den behandler selskapets ulike kilder til kapital. Ved å bruke en vektning får man en nøyaktig balanse mellom egen kapital og gjeld som reflekterer selskapets virkelige kapitalbeholdning.

$$WACC = \frac{E}{V} r_e + \frac{D}{V} r_d (1 - t)$$

E = Egen kapital
 G = Gjeld
 V = Total kapital (E + G)
 r_e = Egen kapital kostnad
 r_d = Gjeldskostnad
 t = Skatt

Formel 6: WACC.

I formel 6 ser man WACC, hvor utregningen bruker gjelds- og egen kapitalgrader av selskapets markedsverdi multiplisert med sine respektive kapital kostnader (Brealey et al., 2017, s. 225). Dette gir en vektning som er justert etter selskapets kapitalstruktur. Markedsverdien av total kapitalen utgjør summen av egen kapitalen og gjelden.

Markedsverdien av egenkapitalen finner man ved å multiplisere aksjeprisen til selskapet med antall utestående aksjer. Noe som kan være mer vrient er å definere markedsverdien av gjeld. Denne verdien baseres på en investors betalingsvilje for selskapets gjeld. Når man skal estimere denne prisen forekommer det ofte komplikasjoner ettersom man sjeldent har tilgang til den informasjonen man trenger. Den mest representative verdien man kan bruke i denne sammenhengen er bokført verdi. Videre vet vi fra før av at egenkapitalkostnaden beregnes ved hjelp av CAPM, som estimerer avkastningskravet til egenkapitalen. Merk at skatt er inkludert i regnestykket. Skattefordeler kan forekomme ved innbetalinger av renter på gjeldssiden. For å kunne kalkulere WACC er det fortsatt en variabel som mangler; gjeldskostnad.

Gjeldskostnad

I følge Damodaran bestemmes gjeldskostnaden av tre variabler; risikofri rente, misligholdsrisiko, og skattefordeler ved gjeld. Sammen måler de kostnadene knyttet til gjeldsfinansiering av prosjekter (Damodaran, 2012, s. 211). Summen av risikofri rente og misligholdsrisiko utgjør gjeldskostnad før skatt. Stigninger i disse risikosatsene medfører økning i gjeldskostnader i form av mer kostbare lån. Ettersom rentebetalinger gir grunnlag for skattefradrag, vil gjeldskostnad etter skatt være en funksjon av skattesatsen. Denne skattefordelen vil gi en lavere gjeldskostnad, noe som er synlig i WACC-modellen.

Med informasjonen overfor er den enkleste tilnærmingen å finne misligholdsrisiko knyttet til selskapets gjeld. For å gjøre dette ser vi på selskapets utstedte obligasjoner og om de har blitt kredittvurdert av kredittselskaper. Ettersom SalMar i skrivende stund ikke innehar slike obligasjoner, kan man foreta seg to ulike alternativer. Det ene er å se på selskapets lånehistorikk og lage en formening om hvor mye de betaler i renter, og det andre er å estimere en syntetisk kredittvurdering basert på selskapets finansielle forhold (Damodaran, 2012, s. 211-212). I vår verdsettelse har vi valgt å anvende det første alternativet, noe vi går nærmere inn på ved estimeringen av avkastningskravet senere i oppgaven.

3.1.3 Terminalverdi

Ingen prosjekter kan vare evig. Derfor vil man legge til en terminalverdi ved slutten av en investerings levetid for å finne et samlet estimat på evigvarende kontantstrømmer dersom prosjektet hadde hatt ubegrenset tidshorisont (Damodaran, 2012, s. 304). Likt som de

tidligere kontantstrømmene vil terminalverdien bli diskontert tilbake til en netto nåverdi ved hjelp av et avkastningskrav. Formel 7 viser hvordan beregner en terminalverdi (Damodaran, 2012, s. 306).

$$Terminalverdi_t = \frac{CF_{t+1}}{(r - g)}$$

Formel 7: Terminalverdi.

Den viktigste variabelen i formelen er stabil vekst (g). Dette er et estimat som skal simulere selskapets estimerte vekstpotensial i fremtiden. Vekstraten kan aldri overstige estimert stabil vekst til brutto nasjonalprodukt (BNP), ettersom dette vil indikere at prosjektet har en høyere vekst enn økonomien samlet sett, og vil derfor på et tidspunkt være mer verdt enn resten av økonomien, noe som er høyst usannsynlig. CF_{t+1} er en generert kontantstrøm som skal gi en estimert verdi for første året etter investeringens levetid ved bruk av den stabile vekstraten. Denne neddiskonteres med utgangspunkt i forrige periode.

3.2 Relativ verdsettelse

En fundamental verdsettelse kan være en lang og vanskelig prosess som trenger en rekke nødvendige data for å komme frem til endelig verdi. Relativ verdsettelse derimot er en mindre tidkrevende verdsettelsesmetode som utføres ved verdsette et selskap basert på hvordan andre sammenlignbare selskaper er priset i markedet (Damodaran, 2012, s. 453). For å gjøre dette trenger man to komponenter. Det første er priser som er standardiserte ved å konvertere de til multipler for profitt, bokført verdi eller salg. Det andre er lignende selskaper innen som gjerne opererer innen samme industri.

Relativ verdsettelse er populært på grunn av sine brukervennlige egenskaper. Verdien man finner er enklere å presentere for andre og det krever langt mindre informasjon enn en fundamental verdsettelse. Selv om metoden er populær, har den et par nedsider. Ved å bruke snare løsninger kan det føre til at viktige elementer som risiko, vekst og potensialer i kontantstrømmer blir ignorert, og ettersom metoden anvender markedspriser vil konjunkturedringer påvirke resultatet (Damodaran, 2012, s. 454). Konsekvensen av disse nedsidene er eventuell over- eller overprising av selskapene. Vi skal nå presentere to multipler vi har valgt å benytte oss av under den relative verdsettelsen senere i oppgaven.

Tallene er ofte basert på historiske observasjoner de siste tolv månedene som gir såkalte «trailing»-multipler.

3.2.1 P/B

P/B står for pris/bok og ser på forholdet mellom markedsverdien til egenkapitalen og den bokførte verdien av selskapet (Damodaran, 2012, s. 512). Fordeler man det utover antall aksjer i selskapet får man aksjepris delt på bokført verdi per aksje. Som følge av at den bokførte verdien oftest holder seg stabil er multiplene godt egnet som et verdimål og kan brukes selv om et selskap har et negativt resultat.

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Aksjepris}}{\text{Bokført verdi per aksje}}$$

Formel 8: P/B.

3.2.2 P/E

P/E står for pris/resultat, eller price/earnings på engelsk (Damodaran, 2012, s. 468). Denne multiplene tar heller for seg resultatet til selskapet i stedet for den bokførte verdien som P/B anvender. Å dele aksjeprisen på resultat per aksje gir oss viser forholdet mellom selskapsverdien og evnen til å skape profitt. Dette er den mest populære multiplene, men ettersom profitten til et selskap kan variere fra år til år og man ikke tar hensyn til finansieringsforhold kan den til tider være misvisende.

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Aksjepris}}{\text{Resultat per aksje}}$$

Formel 9: P/E.

3.3 Valg av metode

De to verdsettelsesmetodene vi har gått igjennom har sine fordeler og ulemper. Men ettersom vi utfører en grundig analyse i denne oppgaven vil vi legge mest vekt på den fundamentale verdsettelsen. Når det gjelder kontantstrømmetode er det naturlig at vi bruker total kapitalmetoden slik at alle viktige elementer blir tatt hensyn til i den endelige

verdivurderingen. Den relative verdsettelsen vil gi oss sammenlignbare priser som vi kan støtte prisestimatet vi konkluderer med i den fundamentale verdsettelsen.

4. Strategisk analyse

Strategisk analyse er en vesentlig del av fundamental verdsettelse og er noe av det første man tar for seg når man skal verdsette et selskap. Analysen danner grunnlaget for selskapets fremtidsutsikter og konkurransefortrinn. I dette kapittelet vil vi gjøre rede for selskapets omgivelser og markedsposisjon, samt ressurser SalMar besitter som kan gi fremtidig vekst og fordeler. Dette gjøres ved å anvende ulike modeller, hvor målsetningen er å gjennom disse finne SalMars styrker og svakheter innad i selskapet, og muligheter og trusler uten ifra. Slik får vi et forbedret bilde over fremtiden til selskapet som vil hjelpe oss når vi skal estimere SalMars kontantstrømmer og risiko.

Vi kan dele den strategiske analysen inn i to hoveddeler. Den ene delen er en ekstern analyse som tar for seg makroforholdene selskapet påvirkes av igjennom en PESTEL-analyse, og konkurranseforholdene selskapet befinner seg i ved hjelp av Femkraftsmodellen (Porter's Five Forces). Den andre delen er en intern analyse som anvender VRIO-modellen hvor man ser på styrker og svakheter knyttet til selskapets ressurser. Til slutt oppsummeres den eksterne og interne analysen i en SWOT-analyse.

4.1 PESTEL

PESTEL er et rammeverk som tar for seg forhold fra makroperspektiv som kan påvirke selskaper i et marked. Disse forholdene er fordelt over seks ulike faktorer: politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, miljømessige, og juridiske (Johnson, Whittington, Scholes, Angwin & Regnér, 2017, s. 34). Målsetningen med PESTEL-analysen er å få oversikt over hvordan de eksterne kreftene påvirker SalMar og oppdrettsnæringen.

4.1.1 Politiske faktorer

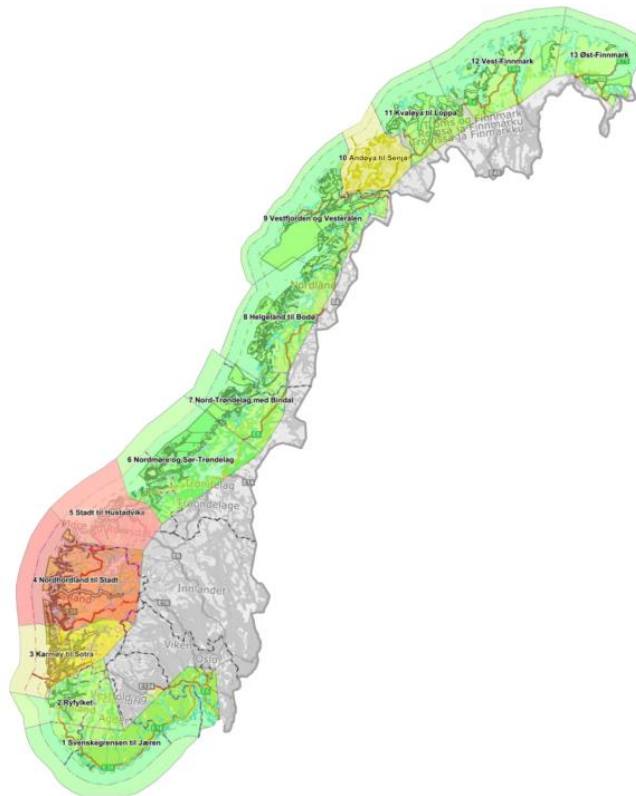
Politiske faktorer omhandler hvordan statlige organer og politiske organisasjoner påvirker selskapets virksomhet (Johnson et al., 2017, s. 35). For SalMar vil dette innebære vedtak fra regjeringen, handelsavtaler og internasjonale konflikter.

Handelsavtaler og konflikter

Den største andelen av norskprodusert laks blir eksportert til utlandet. På grunn av dette vil innvirkningen av internasjonale avtaler og konflikter spille en stor rolle for oppdrettsnæringen i Norge. Eksempelvis i 2010 ble den fengslede kineseren Liu Xiaobo tildelt Nobels Fredspris, noe som ble mottatt dårlig av kinesiske myndigheter. Kina mente dette var en fornærmelse av det kinesiske rettssystemet, og valgte derfor å stanse import av norsk laks frem til 2016 (Kristiansen, 2017). Utenom konflikter har vi handelsavtaler som gir fordeler for eksport av laks. Den viktigste er EØS-avtalen ettersom om lag 60% av norsk sjømat går til EU (Regjeringen, 2018). Usikkerheter har oppstått rundt handelen til EU via Brexit, noe regjeringen er villig til å strekke seg langt for å unngå. Likevel så viser tall fra 2021 at norsk eksport av laks til Storbritannia har blitt redusert med 16% i januar og ytterligere 32% i februar (Mauren, 2021). Mye av problemene er i sammenheng med leverandører i tillegg til at flere britiske oppdrettere tilbyr laks lokalt, men på sikt er det muligheter for at dette normaliserer seg, noe som vil være til fordel for norske eksportører.

Trafikklyssystemet

I 2017 innførte regjeringen en ny ordning kalt trafikklyssystemet. Denne ordningen legger til rette for en bærekraftig utvikling i næringen. Den deler den norske kysten inn i 13 produksjonssoner. Hver sone får tildelt en farge (grønn, gul eller rød) basert på hvor stor miljøpåvirkning lakseindustrien har i hver enkelt sone. Dette dreier seg for det meste om omfanget av lakselus i sonen, da lakselusen er svært ødeleggende for villaksen. Dersom en sone får tildelt grønn farge tilbys det en økning av produksjonen med 6% annethvert år, gule soner er upåvirket og røde soner får restriksjoner (Regjeringen, 2020, 10. juli). Disse endringene forekommer årlig, derfor varierer det hvordan de enkelte selskapene blir påvirket av sonene. I figur 5 under er trafikklyssystemet illustrert.



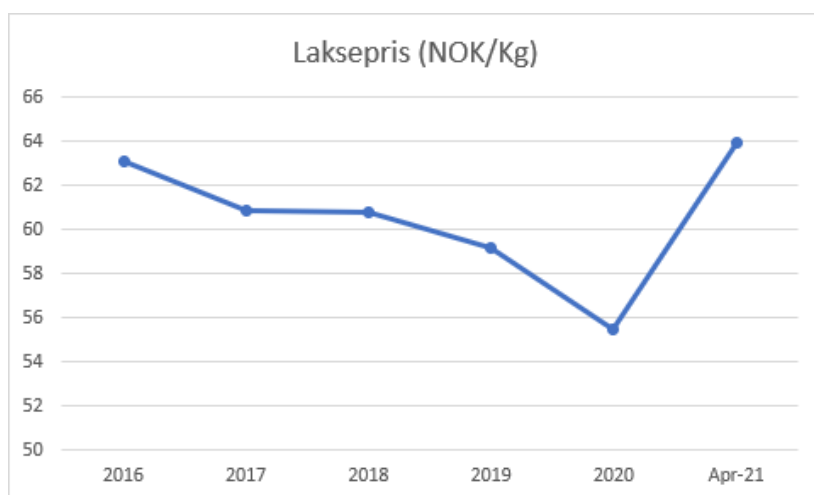
Figur 5: Trafikklyssystemet. (Regjeringen, 2020, 10. juli).

4.1.2 Økonomiske faktorer

Økonomiske faktorer omhandler hvordan makroomgivelsene blir påvirket av makroøkonomiske virkninger. Valutaendringer, renter og volatile vekstrater er noen eksempler på ytre krefter man må forholde seg til (Johnson et al., 2017, s. 38). I SalMar og resten av oppdrettsnæringen sitt tilfelle kan endringer i laksepris, renter og valuta komme som både opp- og nedturer.

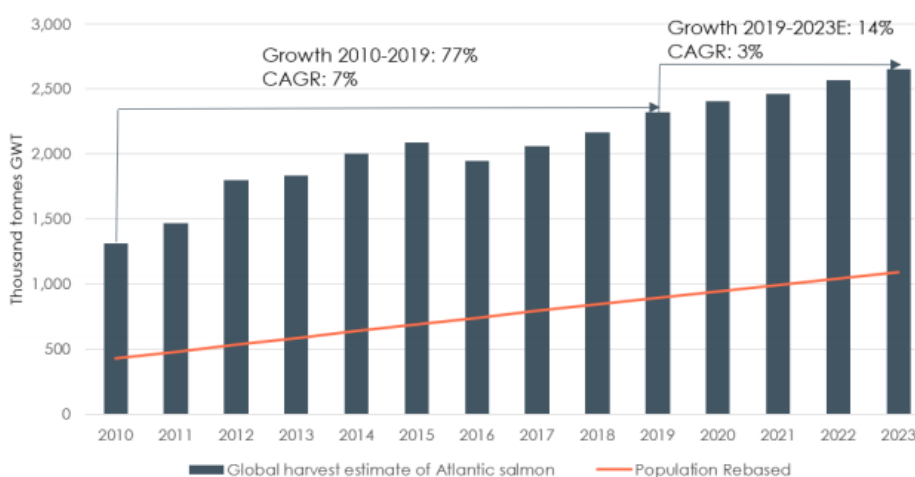
Laksepris

Selv om oppdrettsnæringen de siste årene har opplevd stadig høyere miljømessige krav og lavere vekstmuligheter med tanke på det strenge konsesjonssystemet, har næringen hatt en betydningsfull vekst. Dette kan skyldes høye stabile laksepriser de siste fem årene, som årlig har ligget rundt 60 kr med unntak av 2020. Grunnlaget for prisnedgangen er tenkelig forårsaket av covid-19 og dens utslag på verdensøkonomien.



Figur 6: Historisk laksepris. (Fish Pool, 2021a).

Fremtidsutsiktene for lakseprisen ser heldigvis bra ut til tross for nedgang under pandemien. Gjennomsnittsprisen i april 2021 er nesten på 64 NOK (26. april 2021). Pareto Securities og Sparebank 1 Markets har uttalt seg før årsskiftet, og mener prisen vil være på henholdsvis 60 og 62 dette året, noe som strider imot Fish Pool sine forward-priser (Berge, 2020, 8. desember). De begrunner disse estimatene med lav vekst i verdens lakseproduksjon, som kan resultere i lavt tilbud til høsten 2021.



Figur 7: Vekstforventninger for laksetilbud. (Mowi, 2020, s. 26).

Lakseprisen er et resultat av tilbud og etterspørsel. Som nevnt tidligere i kapittel 2.2.1, ser det ut til at årlig tilbudsvekst vil være på 3% i årene som kommer. Dette illustreres i figur 7. Forwardprisene viser fremtidig nedgang i lakseprisene, noe som kan være et resultat av troen på økt tilbud av laks. I kapittel 4.1.3 vil vi gå nærmere inn på drivere for etterspørsel.

Rente

Oppdrettsnæringen er en kapitalintensiv industri, med en lang og omfattende produksjonsprosess. Derfor er selskapene i bransjen avhengig av å ta opp gjeld for å gjøre nye investeringer, noe som tilsier sensitivitet knyttet til renteendringer. Grunnet covid-19 har den norske styringsrenten vært rekordlav i det siste året. Rentebeslutningen i mars 2021 legger frem at Norges Bank fortsetter med en styringsrente på 0%, men informerer samtidig om sannsynlig renteøkning i siste halvdel av året dersom utsiktene og risikobildet tillater det (Norges Bank, 2021a). Den lave rentesatsen er et makroøkonomisk virkemiddel brukt av Norges Bank for å støtte bedrifter og privatpersoner under kriser som rammer økonomien substansielt. Dette gjør opptak av gjeld billigere for selskapene, noe som er positivt for oppdrettsnæringen, men som sagt vil rentenivået begynne å bevege seg mot normalen dersom fremtidsutsiktene stemmer.

Valuta

Ettersom store mengder produsert laks blir eksportert, er oppdrettsnæringen utsatt for endringer i valutakursene. Ifølge SalMars fjerdekvartalsrapport 2020 har den norske kronen styrket seg mot USD (Amerikansk dollar) med 10%, mot EUR (Euro) med 6%, og mot GBP (Britiske pund) med 4% (SalMar, 2021f). Dersom den norske kronen holder nivået mot de viktigste valutaene kan man oppleve nedgang i etterspørsel ettersom det vil være dyrere å handle med norske produsenter. Hjelpemidler som kan redusere risikoen knyttet til valutaendringer er kjøp og salg av kontrakter som har avtalt pris på forhånd.

4.1.3 Sosiale faktorer

Sosiale faktorer omhandler en rekke aspekter som kan forme tilbud og etterspørsel. Disse aspektene er gjerne fordelt over fire kategorier: demografi, økonomisk distribusjon, geografi og kultur. Slike forhold former også organisasjoners innovasjonsnivå, makt og effektivitet (Johnson et al., 2017, s. 39). For oppdrettsnæringen er sosiale faktorer spesielt knyttet til demografiske endringer og effektene de har for proteinetterspørselen.

Etterspørsel og befolkningsvekst ble tatt opp tidligere i kapittel 2.2.1, hvor befolkningsveksten tilsier en forventet populasjon like under 10 milliarder innen 2050. Med passeringen av 7 milliarder mennesker i 2011, forventer FN at jordkloden huser 10,8 milliarder i 2100 (FN, 2019). Estimaten indikerer at veksten vil avta i siste halvdel av

århundret, men etterspørselen etter proteinrik mat kommer til å øke betraktelig. Jorda består av 70% hav, men andelen protein fra fisk ligger bare på 7%. Ut ifra vekstutsiktene til 2050 vil proteinetterspørselen stige med 35% dersom konsumet per innbygger er konstant, samtidig som FN mener det reelle utfallet er det dobbelte av dette (Mowi, 2020, s. 10). Dagens trender viser at folk bryr seg mer om hva de inntar næringsmessig, og sunn mat er mer attraktivt enn noensinne. En stigende eldrebølge og en middelklasse med økende økonomisk velferd kan være positivt for oppdrettsnæringen som kan supplere med en proteinrik næringskilde som blant annet er en god kilde til omega 3.

4.1.4 Teknologiske faktorer

Teknologiske faktorer omhandler hvordan den teknologiske og innovative utviklingen påvirker markedet og dets selskaper (Johnson et al., 2017, s.43). Slike faktorer er avgjørende for å sikre videre effektivisering og for å holde nivå med bransjestandarden.

I oppdrettsnæringen søker selskapene konstant etter måter å forbedre virksomheten på. Dagens industri har et felles hinder, de biologiske utfordringene. Som sagt tidligere er estimert vekst av laksetilbud 3% årlig, noe som er relativt lavt sammenlignet med etterspørselsveksten. Grunnet nedgang i tilbud er at selskapene har presset de biologiske grensene til det ytterste og er styrt av reguleringer som hindrer evig utvidelse av oppdrettsanlegg. Derfor er innovasjonsevne obligatorisk for at et selskap skal vokse. Problematikk rundt lakselus, sykdommer, rømminger og bærekraftig oppdrett er utfordringer som står frem, noe som har ført til ulike løsninger.

Landbasert oppdrett

Atlantic Sapphire er verdensledende innen landbasert lakseoppdrett. Deres fasiliteter er lokalisert i USA og Danmark, og har som målsetning å nå 220 000 tonn årlig slaktevolum innen 2031 (Atlantic Sapphire, 2021, s. 68). Foreløpig ligger anleggene på 9 500 (USA) og 2 400 (Danmark) tonn årlig, noe som indikerer at de forventer store kapitalinnskudd i løpet av de neste ti årene. Viser det seg at de klarer å nå dette målet, vil de utgjøre en stor trussel blant konkurrentene som en suksessfull pioner innen landbasert oppdrett.

Havbasert oppdrett

I en annen retning, nærmere bestemt havbasert oppdrett, står SalMar frem som en pioner. Med Ocean Farm 1 som kom i 2017, verdens første havbaserte oppdrettsanlegg, har de satt en standard i markedet. Mer om prosjektet deres kommer i kapittel 4.3.3. Andre selskaper har kastet seg på trenden, blant annet NRS og Grieg Seafood. Førstnevnte fikk tildelt åtte utviklingstillatelser i 2018, og sammen med Aker Solutions har de laget et offshore oppdrettsanlegg som skal tåle harde værforhold. Målet deres er første utsetting av fisk i sommer 2021 (Norway Royal Salmon, 2021, s. 16). Sistnevnte mottok i januar 2021 tre av ti utviklingstillatelser de søkte om i 2016 og er nå i gang med å utvikle offshoreanlegg basert på teknologi fra oljeindustrien (Grieg Seafood, 2021, s. 24). Dersom selskapene lykkes med de innovative tilnærmingene, vil oppdrettsnæringen klare å utnytte mer av de ubrukte havområdene til produksjon.

Andre tilnærminger





Samtidig som flere selskaper prøver lykken til havs og til lands, prøver noen å forbedre de nåværende ressursene ytterligere. Lerøy Seafood Group er en av disse. Hovedfokuset er å styrke deres egen verdikjede ved å utvikle alle ledd, med eksempelvis satsning innen postsmolt/stormolt. Dette er å la smolten vokse betraktelig mer før den settes ut i sjømerder, slik at produksjonstiden til sjøs blir kortere, noe som reduserer risiko knyttet til produksjonssyklusen (Lerøy Seafood Group, 2021, s. 55). Bakkafrost har tatt en annen retning innen teknologisk nytenkning. De har investert i brønnbåter som er forebyggende mot lakselus uten bruk av medisinsk behandling. Selve prosessen er mekanisk, som både behandler lus og renses garn, noe som vil være nyttig i deres planlagte satsning innen havmerder fremover (Bakkafrost, 2021, s. 9).

4.1.5 Miljømessige faktorer

Miljømessige faktorer omhandler såkalte grønne utfordringer knyttet til makroomgivelsene (Johnson et al., 2017, s. 44). Eksempler på dette er bærekraftig utvikling, forurensing og klima. Miljødirektoratet trekker frem at oppdrettsnæringens miljøpåvirkning er knyttet hovedsakelig opp mot rømming av fisk, utslipp av fôrrester og annet avfall, og forstyrrelse av sjøfuglbestanden (Miljødirektoratet, 2019).

Bærekraftig produksjon

Nåtidens befolkning viser mer interesse for miljømessige konsekvenser av ulike virksomheter. Derfor er selskapene mer avhengig av å ytre sitt bidrag til bærekraftig produksjon og utvikling av matkilder. I figur 8 ser man hvor ressurseffektiv lakseproduksjonen er i forhold til andre proteinproduksjoner.



	Laks	Grise	Ko	Kylling
Protein retention	28 %	37 %	21 %	13 %
Calorie retention	25 %	27 %	16 %	7 %
Edible Yield	73 %	74 %	73 %	57 %
Feed conversion Ratio (FCR)	1.3	1.9	3.9	8.0
Edible Meat per 100 kg fed	56 kg	39 kg	19 kg	7 kg

Figur 8: Ressurseeffektiv produksjon. (Mowi, 2020, s. 21).

Laks har lavest førfaktor av alle proteinkilder og produksjonsprosessen er bedre egnet for miljøet enn konkurrerende proteinkilder. Selskapene må likevel jobbe individuelt for å fremme bærekraftig produksjon, ettersom dette er noe forbrukerne prioriterer. Innovative løsninger for lakselus, rømminger og avfall er essensielt for å tilegne seg konkurransefortrinn og for å sikre fremtidens befolkning en bedre hverdag.

Lusekrigen

Lakselus er en parasitt som lever i saltvann og angriper laksen. For oppdrettsnæringen er dette den største trusselen med tanke på den biologiske levestandarden for laksebestanden. Parasitten skader laksen ved å feste seg til fisken og leve av slim, skinn og blod. Over tid kan dette føre til infeksjoner og generelt dårlig levevilkår. For å forebygge lusebestanden har reguleringer blitt vedtatt, hvor maksimal mengde hunnlus per laks i norske anlegg skal være 0,5 (Mattilsynet, 2018). Aktører som ikke overholder dette vedtaket, vil motta sanksjoner. Ulike tilnærminger benyttes for å redusere lusebestanden, deriblant leppefisk i merdene eller teknologiske brønnbåter som for eksempel Bakkafrost har utviklet.

Rømninger og avfall

Rømning av oppdrettslaks gir økonomisk tap knyttet til reduksjon i forventet slaktevolum, men det fører også til miljømessige belastninger. Når laks rømmer gjennom hull i merder kan noen av dem finne veier opp i elver og krysse seg med villaks. Dette setter det genetiske mangfoldet hos villaksbestanden i Norge på spill, derfor har norsk oppdrettsnæring en klar nullvisjon for rømning av laks (Laksefakta, 2020). For å nå denne visjonen kreves det engasjement fra selskapene i markedet. De mest fatale utfallene er store mengder utryddelse og innavl av den norske villaksen. Gode løsninger som flere selskaper anvender, er lukkede produksjonsanlegg (CCS) og vannresirkulerende anlegg (RAS). Et annet problem er avfall fra produksjon. Merder inne i fjorder er spesielt utsatt hvor vannutskiftningen er dårlig. Årsakene kommer av overføring og at annet produksjonsrelatert avfall havner i sjøen rundt merdene og påvirker annen fiske- og fuglebestand som lever i nærområdet.

4.1.6 Juridiske faktorer

Juridiske faktorer omhandler lovpålagte reguleringer som påvirker et selskap. Eksempler på slike regulering er skatt, rapporteringskrav, og lovverk knyttet til ansatte, miljøvern og kunderettigheter (Johnson et al., 2017, s. 45). Reguleringer i forhold til konsesjoner, rapporteringskrav og bransjespesifikk skatt er noe som alltid er et hett evne innen lakseindustrien.

Konsesjoner og produksjonskapasitet

For å kunne drive med oppdrett i Norge må selskapene tilegne seg tillatelser fra Fiskedirektoratet. Dette er i form av konsesjoner, som er har høy etterspørsel, og er derfor en tidkrevende prosess som krever en rekke godkjenninger (Fiskedirektoratet, 2017). Lakseoppdrett er en stor og viktig næring for Norge, og på grunn av dette gjør myndighetene det de kan for at fremtidige lovendringer skal være så forutsigbart som mulig for selskapene. 17. juni i 2005 ble Akvakulturloven vedtatt som følge av veksten til industrien tidlig på 2000-tallet. Formålet lyder slik: «Loven skal fremme akvakulturnæringens lønnsomhet og konkurransekraft innenfor rammene av en bærekraftig utvikling, og bidra til verdiskapning på kysten.» (Akvakulturloven, 2005, § 1). En konsekvens av loven er at hver konsesjon har begrenset kapasitet i form av maksimalt tillat biomasse (MTB). Dette gjør at myndighetene har kontroll over hvor mye laks som produseres i Norge, og skal derfor sørge for en

bærekraftig utvikling i næringen. Disse reguleringene setter betingelsene for vekst og lønnsomhet i næringen ettersom man er avhengig av flere konsesjoner for ytterligere vekst.

Skatt

Et omdiskutert tema i oppdrettsnæringen de siste årene har vært diskusjonen om hvorvidt norske oppdrettsselskaper bør pålegges en grunnrenteskatt på 40%. Mange mener næringen tjener for godt og utnytter derfor felleskapets ressurser (Regjeringen, 2019). En slik skattejustering vil få stor påvirkning for hele næringen, spesielt med tanke på lønnsomhet og investeringsvilje. Forslaget ble i 2020 ikke vedtatt av regjeringen samtidig som de foreslo en alternativ løsning med 40 øre avgift per kilo laks, noe som vil resultere i om lag 500 millioner i inntekter til kommunesektoren (Giæver & Christensen, 2020).

4.1.7 Oppsummering

Kort oppsummert er makroomgivelsene utslagsgivende for oppdrettsnæringens muligheter og trusler. Akkurat nå ser det ut til at covid-19 går mot slutten, og det er tydelig at økonomien er på vei opp igjen. Basert på de ulike faktorene er det grunn til å tro på en økning av tilbudet i årene som kommer. Det er flere årsaker til dette. Først og fremst begynner selskapene å ha etablert seg innen havbasert og landbasert oppdrett, og de demografiske endringene indikerer at etterspørsel fortsetter med en stigende trend og derfor er det viktig med økt tilbud.

Trusler som kan skape konsekvenser er reguleringer fra regjeringen, deriblant økt skatt eller avgift og trafikklyssystemet, samt de vedvarende problemene knyttet til det biologiske aspektet ved laksen. Styringsrenten har vært lav i lengre periode for å stimulere økonomien, men når pandemien nærmer seg slutten vil den skrues opp for å stabilisere økonomien, noe som betyr blant annet dyrere gjeld.

4.2 Porter's Five Forces

Femkraftsmodellen er et rammeverk utviklet av Michael E. Porter som er et hjelpemiddel ved analyse av industrier slik at man kan identifisere styrken til fem konkurransekrefter: rivalisering mellom konkurrenter, inngangsbarrierer, trussel for substitutter, kjøpernes makt, og leverandørens makt (Johnson et al., 2017, s. 64).

4.2.1 Rivalisering

Rivalisering omhandler konkurranse mellom eksisterende aktører i et marked. Desto høyere rivaliseringen er, desto mindre marginer er det og vanskeligere for deltakerne. Konkurransen fremtrer på grunn av at selskapene kjemper om den samme kundegruppen og tilbyr like produkter og tjenester (Johnson et al., s. 65).

Oppdrettsnæringen har frem til i nyere tid bestått av flere mindre selskaper, men på grunn av kraftig vekst i næringen har reguleringer fra myndighetene dempet effekten. Dette har ført til oppkjøp av selskaper og resultert i færre, men større aktører. Dersom man ser bort fra Mowi som er ledende innen laks med stor margin, er SalMar et av de mest veletablerte selskapene. Målet deres er å være det beste oppdrettsselskapet, men andre norske konkurrenter har like ambisjoner. Lerøy Seafood Group ligger like bak SalMar i produksjonsvolum samtidig som de driver med hvitfisk. Grieg Seafood og NRS er mindre selskaper, men viser resultater og har muligheter til å vokse dersom de lykkes. Dersom man ser på det faktum at laksen handles globalt er det også konkurranse fra internasjonale aktører, derav Bakkafrost og Atlantic Sapphire.

Grunnen til at rivaliseringen er høy i denne industrien er at reguleringer hindrer vekstmulighetene til aktørene og differensiering av produktet er nesten umulig, noe som gjør at innovasjon og teknologi er den mest verdifulle strategien for å vokse på sikt. Som nevnt tidligere er satsningen innen hav- og landbasert oppdrett blitt en trend. Det er fremdeles usikkerhet rundt disse retningene på grunn av kapitalbehovet og de ulike problemene som har oppstått, men flere begynner å imitere og hopper på trenden. I tillegg vil effektivisering av nåværende produksjonssystemer være fordelaktig, deriblant kostnadseffektivisering.

4.2.2 Inngangsbarrierer

Inngangsbarrierer omhandler hvilke muligheter nye aktører har til å presse seg inn i markedet. Jo enklere dette er, jo mer problematisk blir de for selskapene som allerede er etablerte (Johnson et al., s. 66).

Produksjonen av laks er svært begrenset og bare mulig få steder på kloden, deriblant Norge, Chile, Storbritannia, USA, Canada, og et par andre land. Årsaken er biologiske begrensninger, havtemperaturer og andre naturlige sperrer (Mowi, 2020, s. 80). Utenom det

geografiske aspektet er produksjonen styrt av lisenser, derav Akvakulturloven nevnt tidligere. For eksempel, alle områdene i trafikklyssystemet består av konsesjoner som har en gitt maksimal kapasitet basert på total MTB.

Man kan trygt si at inngangsbarrierene er høye med tanke på informasjonen overfor. I tillegg nevnes det i kapittel 4.2.1 at det har blitt mer normalt med større selskaper i industrien, hvor mindre aktører gjerne blir oppkjøpt av kapitalsterke konkurrenter. Dersom det skal være muligheter for nye aktører vil det sannsynligvis skje gjennom innovative ideer. Ettersom oppdrettsnæringen foreløpig er styrt av teknologiske fremskritt, kan det være små vindu for andre aktører i fremtiden hvis markedet krever nye løsninger.

4.2.3 Substitutter

Substitutter er produkter og tjenester som tilbyr samme eller lignende egenskaper som eksisterende produkter og tjenester i en industri. Et eksempel er aluminium som erstatning for stål (Johnson et al., s. 66).

Laks er et matprodukt som er en rik kilde til protein. Truende substitutter er for det meste andre kilder til protein; kylling, svin, storfe og lam. Dersom disse ikke hadde eksistert ville etterspørselen av laks vært betraktelig høyere. Figur 2 og 3 i kapittel 2.2.1 tar for seg det globale konsumet av protein og relative priser mellom laks og de andre proteinkildene. Årsaken til at laks er mindre konsumert kan være et resultat av pris og tilbud. Nå som verden består av stadig flere eldre og med en mer velstående middelklasse vil trolig laks få en større rolle i folks kosthold. Ikke bare er laks en god kilde til protein, men fisken inneholder også viktige næringsstoffer som omega-3, vitamin D, jod og selen (Laksefakta, 2018). Dette gir grunnlag til at laks og lignende fiskearter burde konsumeres minst en gang i uka, ettersom andre proteinkilder ikke kan tilby de samme næringsverdiene. Vi konkluderer med at faren for substitutter er moderat, ettersom laks ikke kan erstattes i et balansert og sunt kosthold. På sikt vil kanskje laksen få en enda større rolle enn den har i dag, og derfor kan trusselen reduseres over tid.

4.2.4 Kjøpernes makt

Kjøperne regnes som virksomhetens direkte kjøpere, og ikke nødvendigvis de som konsumerer godet. Ved besittelse av høy makt kan disse forlange lavere priser, produktforbedringer og tjenester fra selskapet (Johnson et al., 2017, s. 68).

I dag finnes det mange tilbydere av laks, og lakseprisen er til enhver tid offentlig på samme måte som gullprisen. Laks er også et produkt som ikke lett kan differensieres på grunn av likheten mellom produktene aktørene produserer. Disse to faktorene gjør det enkelt for grossister å forhandle om priser. Antall kjøpere er vesentlig høyere enn produsenter, som gjør laks til et omsettelig produkt. Dette betyr at ved tap av kunder, finner man raskt nye som er interessert i å handle. Samlet sett kan man si at kjøpernes makt er moderat. De har evnen til å forhandle med priser og true med å bytte produsent, men samtidig kan produsentene anskaffe seg nye kunder på kort varsel.

4.2.5 Leverandørenes makt

Leverandører er de som tilbyr en virksomhet de midlene som trengs for å produsere produkter og tjenester. Eksempler på dette er drivstoff, råvarer, utstyr, arbeidskraft og kapital (Johnson et al., 2017, s. 69).

Oppdrettsnæringen sine leverandører er oftest relatert til produksjonen av merder og andre typer anlegg anvendt i lakseproduksjonen, samt laksefôr. Ettersom SalMar og andre selskaper har en integrert vertikal verdikjede, er de mindre avhengige av leverandører. Mesteparten av kostnadene ved produksjonen av laks kommer fra fôrkostnader. Noen få oppdrettsselskaper som Mowi og Bakkafrost driver egen fôrproduksjonen, men de aller fleste kjøper fôr fra en håndfull leverandører. På grunn av lavt antall leverandører, samt at noen aktører produserer laksefôr på egen hånd, vil enkelte være eksponert for leverandørmakt. På en annen side ser det ikke ut til at kostnadene ved leverandørbytte er betydelige. Makten til leverandørene kan da antas å være varierende, derfor har vi valgt å anse den som moderat.

4.2.6 Oppsummering

Ved å oppsummere de fem konkurransekraftene kan vi konkludere med at oppdrettsnæringen er en konkurransepreget industri. Rivaliseringen er høy hvor selskapene produserer et produkt som ikke er mulig å differensiere. Reguleringene presser aktørene til å være innovative og

løsningsorientert. Ettersom det er en kapitalintensiv industri med veletablerte selskaper er inngangsbarrieren høy, og derfor er trusselen fra eventuelle nye konkurrenter lav. Faren for substitutter er moderat med tanke på laks sin posisjon i dagens konsum av proteiner, men med sine næringsrike verdier er det tenkelig at etterspørselen av laks vil stige. Kjøpernes makt er moderat i og med at grossister har forhandlingsmakt med tanke på priser og antall konkurrenter som tilbyr laks. Likevel finnes det mange kjøpere, og derfor koster det ikke selskapene å anskaffe seg nye kunder. Leverandørenes makt er moderat med tanke på at det er få som tilbyr laksefôr, men kostnadene rundt et leverandørbytte er ikke vesentlige. For SalMar kan nok leverandørmakten være høyere enn for et selskap som Mowi hvor de produserer sitt eget laksefôr.

4.3 VRIO

For et selskap i et konkurransemarked er det viktig å foreta seg interne analyser av ressursene et selskap innehar. Da bruker man gjerne en VRIO-analyse som trekker frem kapabiliteter som vurderes ut fra ulike kriterier. Sammenfatningen av denne analysen gir oss et bilde på hvordan et selskap kan ivareta eller skape konkurransefordeler overfor sine gjeveste markedsmotparter. Som sagt vurderes kapabilitetene ved hjelp av kriterier. Det finnes fire av disse, som ligger bak akronymet VRIO: Value, Rarity, Imimitability, Organizational support (Johnson et al., 2017, s. 107). Oversatt til norsk stiller kriteriene spørsmål til verdi, sjeldenhet, ikke-imiterbarhet og støtte fra organisasjonen.

4.3.1 Humankapital

Humankapital er en mer abstrakt form for kapital enn den man vanligvis tenker på. I stedet for økonomiske forhold måles arbeidstakernes kompetanse, altså den menneskelige kapitalen. Man ser på den totale mengden evner, kunnskap, utdanning og kvalifikasjoner en ansatt besitter. Humankapitalen er gjerne like viktig som finansiell kapital, om ikke viktigere. Det er arbeidstakerne som drifter et selskap og fører det videre til nye høyder, samtidig som de er med på nedturene. Disse menneskene er verdifulle ressurser som en bedrift ikke hadde klart seg uten, og derfor vil kompetansen på ansatte spille en viktig rolle i å videreutvikle selskapet og holde seg konkurransedyktig. SalMar verdsetter sine ansatte høyt og sørger for at alle i virksomheten har «Passion for Salmon» som det lyder i deres visjon.

4.3.2 Verdikjeden

SalMar sin organisasjonsstruktur er en sjelden vare på markedet. Kapittel 2.1.4 forklarer hvordan selskapet utnytter sin vertikalt integrerte verdikjede til sin fordel, et element mange aktører ikke klarer å opprettholde. Dette gir økt kommunikasjon mellom de ulike leddene som fører til økt effektivitet og sikrer at selskapet klarer å ta hånd om uforventede problemer som eventuelt kan forekomme. Det er viktig at alle produksjonsleddene er aktive, ettersom det kan oppstå unødvendige kostnader ved å ha kontroll på hele verdikjeden dersom et eller flere ledd skal gå uten aktivitet i perioder. SalMar er derimot ikke alene om dette. Det finnes flere selskaper i oppdrettsnæringen som besitter en slik verdikjede, ettersom næringen består av store aktører på markedet, og man kan anta at flere konkurrenter er kapable til å hoppe på trenden i fremtiden. Det er derfor noe som ikke er unikt for SalMar alene, men man kan si at det gir et midlertidig konkurransefortrinn. Dersom de klarer å inkludere fôrproduksjon i verdikjeden, som noen få andre konkurrenter har klart, vil verdikjeden deres være fullintegrert.

4.3.3 Innovasjon

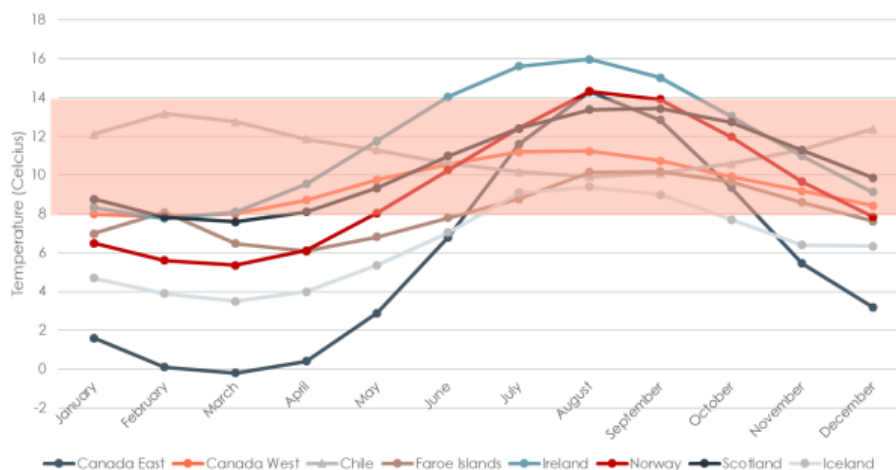
Oppdrettsnæringen har presset teknologiske og biologiske grenser. I dag stammer hovedproblemene ved driften fra lakselus, rømming og vannareal. Derfor vil innovasjon og teknologisk utvikling være en nøkkelfaktor i nærmeste fremtid for å kunne vokse og danne et godt konkurransegrunnlag. Mens noen har sett på landbaserte løsninger, har SalMar satset på havmerder. I 2016 ble selskapet den første norske aktøren som fikk tildelt utviklingskonsesjoner av Fiskedirektoratet. Dette førte til Ocean Farm 1, en havmerd med første produksjonssyklus i 2019, som viste gode biologiske resultater.

De fikk utdelt ytterligere 8 nye utviklingskonsesjoner samme år ved fremleggingen av Smart Fish Farm (SalMar, 2020a, s. 15). Dette eies via MariCulture AS, hvor SalMar eier 51%, og er et offshorekonsept med to ganger større kapasitet og slitesterke egenskaper som gjør den egnet til mer utsatte områder. Denne merden er utstyrt med en lukket søyle som automatiserer produksjonen og har i tillegg transportsystem knyttet til åtte andre produksjonskammer. Satsningen har ført til at SalMar har opprettet et eget datterselskap for havoppdrett, SalMar Ocean AS.

Videre fremover har de en todelt vekststrategi, en tilegnet kystmerder, og en tilegnet havmerder. Langs kysten vil de satse på kostnadsledelse ved presse effektiviteten til det ytterste. Oppstarten av det nye datterselskapet er nysatsningen til SalMar som de tror vil være essensielt for selskapets fremtidige vekst. SalMar skriver i sin årsrapport for 2020 at de planlegger investeringer på nærmere NOK 1,8 milliarder for 2021 (SalMar, 2021e, s. 76). Beløpet består av NOK 1,6 milliarder i norsk virksomhet. De største enkeltinvesteringene er relatert til utbyggingen av prosesseringsanlegget InnovaNor og planleggingen av prosjektet Senja 2, som er en utvidelse av det eksisterende settefiskanlegget i Senja. I tillegg forventer de investeringer på om lag 170 millioner på Island. De planlegger også investeringer knyttet til havmerder i fremtiden, deriblant Ocean Farm 2 og Smart Fish Farm, men ingen investeringsbeslutning er fastsatt enda.

4.3.4 Beliggenhet

SalMar opererer for det meste lokalt ved kysten langs Norge, med sine baser i Midt- og Nord-Norge, hvis man ser bort ifra Arnarlax og tilknytningen til Scottish Sea Farms. Geografisk beliggenhet spiller en stor rolle for laksens levevilkår, hvor havstrømmer og temperaturer har stor betydning. Figur 9 viser havtemperaturene ved land med relasjon til lakseproduksjon.



Figur 9: Gjennomsnittlige havtemperaturer 2015-2020. (Mowi, 2020, s. 54).

Laksen er et kaldblodig dyr og temperaturen i havet har stor innflytelse på vekstmulighetene. Optimalt sett trives laksen best mellom 8 og 14 grader som representerer det røde området i figuren over. Chile er det eneste landet som ligger ved optimal temperatur året rundt, som betyr at produksjonen deres ikke er begrenset av sesonger. For SalMar er det hovedsakelig

den norske havtemperaturen man vil studere. Sammenlignet med resten av landene har Norge de mest volatile endringene. SalMar er derfor begrenset i forhold til når de kan produsere, men samtidig besitter Norge en relativt lang kystlinje som gir større produksjonsareal enn for eksempel Færøyene og Irland. Med tanke på utviklingen innen havopprett vil det også gi arealfordeler for SalMar.

4.3.5 Markedsandel

SalMar er et av de største selskapene i verden innen oppdrettsnæringen. Blant norske lakseaktører i 2020 er de nummer 2 bak Mowi og like foran Lerøy Seafood Group (se tabell 1). SalMar fyller 30 år i 2021 og er blant de eldste i næringen, og med lang erfaring og suksess har de vokst seg til det selskapet de er i dag. Størrelsen tilsier at SalMar besitter store mengder kapital, både i form av egenkapital og gjeld. Egenkapitalgraden for 2020 endte på 49,9%, som er en reduksjon fra 54,2% i 2019 (SalMar, 2021e, s. 68). Selv om andelen egenkapital er redusert indikerer det fortsatt at selskapet er kapitalsterke. Mer om disse tallene kommer i regnskapsanalysen. Disse egenskapene er ikke SalMar alene om, men størrelsen på selskapet kan være vanskelig å etterligne og er verdifullt med tanke på konkurransen i bransjen.

4.3.6 Oppsummering

Kapabilitetene som har blitt gjennomgått anses som noen av de viktigste SalMar har. Etter å ha utledet VRIO kan vi oppsummere med at SalMar har flere styrker man kan fremheve. De vi mener kan gi dem et konkurransefortrinn er havoppdrett, dyktige ansatte og en sterk verdikjede. Svakheter man kan trekke frem er mangel på geografisk diversifisering og mangel på fôrproduksjon.

4.4 SWOT

For å oppsummere funnene i den strategiske analysen har vi valgt å konkludere med en SWOT. Dette er et analyseverktøy som ser på styrker, svakheter, muligheter og trusler et selskap er besitter eller er eksponert for (Johnson et al., 2017, s. 508). Oppsummeringen skal presentere de viktigste punktene som vil hjelpe oss med estimeringen av fremtidige kontantstrømmer og risikoen. PESTEL og Femkraftsmodellen viser til muligheter og trusler fra eksterne forhold, og VRIO trekker frem styrker og svakheter ved interne forhold.

Styrkene til SalMar er hovedsakelig deres fordelaktige utvikling innen havoppdrett, samt investeringer knyttet til for eksempel InnovaNor og Senja 2. Dersom prosjektet viser lovende resultater kan SalMar sies å være en pioner innen havmerder og oppdrett utenfor kystlinjen. De er også en av de største aktørene relativt til konkurrentene, og er derfor veletablert med mektig omdømme.

Svakhetene til SalMar er først og fremst at produksjonen stort sett er tilknyttet Norge, dersom vi ser bort ifra de små produksjonsandelene på Island og i Storbritannia. Man kan også trekke frem mangel på fôrproduksjon som utsetter dem for en viss grad av leverandørmakt dersom vi trekker inn denne konsekvensen fra konkurransekraftene.

Mulighetene de eksterne forholdene tilbyr SalMar er blant annet den kontinuerlige veksten i verdenspopulasjonen som gir en økning i proteinetterspørsel. Ettersom middelklassen er på vei opp økonomisk sett og med en stigende eldrebølge, sunn mat bli mer prioritert. Det er også verdt å poengtere at styringsrenten fortsatt er 0% og derfor er gjeld mindre kostbart.

Truslene SalMar utsettes for er mangfoldig. Landbasert oppdrett med Atlantic Sapphire som eksempel har gode vekstmuligheter dersom de kan anskaffe nok kapital. Planlagt økning i styringsrente og høy kronekurs vil slakke ned økonomisk virksomhet ved økte kostnader knyttet til finansiering og lavere internasjonal etterspørsel. Endringer i skatt/avgift og trafikklyssystemet kan føre til lavere investeringsvilje og redusert produksjon. Til slutt kan vi trekke inn usikkerhet rundt Brexit som kan medføre negative konsekvenser ved salg til EU.

5. Regnskapsanalyse

Ved å foreta en regnskapsanalyse ser man nærmere på hvordan et selskap skaper profitt, hvor mye kapital som går ut og inn, og hvordan de er finansiert. Formålet ved en slik analyse er å måle verdiskapningen til eierne, hvor verdien avhenger av investeringsvalg (Brealey et al., 2017, s. 732). Hovedsakelig tar man for seg tre faktorer: lønnsomhet, likviditet, og soliditet. Som sagt er formålet rettet mot én gruppe interessenter; eierne av selskapet. Den viktigste faktoren for de er selskapets lønnsomhet. De resterende faktorene visualiserer økonomisk konkurransedyktighet i oppdrettsnæringen, men har ikke like stor betydning som lønnsomheten. I dette kapitlet vil vi gå nærmere inn på de ulike faktorene og se på hvordan

de beregnes og benyttes. Tallene er basert på regnskapsmessige tall fra selskapene som er hentet fra deres årsrapporter.

5.1 Lønnsomhet

Begrepsmessig forteller lønnsomhet oss noe om evnen en bedrift har til å skape profitt, eller med andre ord tjene penger (Damodaran, 2012, s. 42). Derfor er vi interessert i å finne ut om SalMar er lønnsomme i forhold til konkurrentene sine. For å komme frem til en konklusjon kan man ta i bruk ulike tilnærminger for å beregne lønnsomheten. Disse er oppgitt som tre ulike nøkkeltall: egenkapitalrentabilitet, total kapitalrentabilitet, og driftsmargin.

5.1.1 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten er et mål på lønnsomhet knyttet til egenkapitalen. Den anvender investor sitt perspektiv ved å sammenligne egenkapitalprofitten hos investorene med den bokførte verdien av egenkapitalen (Damodaran, 2012, s. 46). Dette gir oss et bilde på hvor dyktig et selskap er til å skape fortjeneste ut av anvendt egenkapital. Formelen under bruker resultat etter skatt for å reflektere den faktiske verdien man sitter igjen med etter skatt og utgifter.

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Resultat etter skatt}}{\text{Bokført verdi av gjennomsnittlig egenkapital}}$$

Formel 10: Egenkapitalrentabilitet.

Tabellen under legger frem historisk egenkapitalrentabilitet hos de sammenlignbare selskapene. SalMar leverer bedre avkastning på egenkapitalen over tid. Årsaken til dette er enten at andre selskaper har investert mer i den gitte perioden, eller at SalMar leverer bedre årlige resultater i forhold til egenkapitalen sin. Fallet i 2019 kommer trolig av utbyggingen av InnovaNor. En viktig ting å legge merke til er at SalMar er det eneste selskapet som ikke har fått store reduksjoner i egenkapitalrentabiliteten i 2020, som betyr at selskapet har holdt seg relativt lønnsomme under pandemien.

Egenkapitalrentabilitet					
År	2016	2017	2018	2019	2020
SalMar	43%	30%	43%	27%	21%
Norway Royal Salmon	64%	12%	17%	47%	3%
Lerøy Seafood Group	31%	13%	23%	11%	4%
Grieg Seafood	42%	19%	28%	18%	-14%
Gjennomsnitt	45%	19%	27%	26%	4%

Tabell 4: Historisk egenkapitalrentabilitet.

5.1.2 Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabilitet måler lønnsomhet knyttet til den totale kapitalen, ikke bare egenkapitalen. Dette betyr at man ikke bare tar stilling til investorene sitt perspektiv, men alle interessenter som er tilknyttet selskapets kapital (Damodaran, 2012, s. 44). Slik kan man måle selskapets evne til å skape profitt av den anvendte kapitalen selskapet har tilgjengelig. Under finner man formelen som anvender resultat før skatt.

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Resultat før skatt} + \text{rentekostnader}}{\text{Bokført verdi av gjennomsnittlig total kapital}}$$

Formel 11: Totalkapitalrentabilitet.

Tabellen under legger frem historisk totalkapitalrentabilitet hos de sammenlignbare selskapene. SalMar har mer årlig stabilitet ved avkastningen på total kapitalen enn flere av sine konkurrenter, noe som kan være forårsaket av at andre har varierende resultater eller har tilegnet seg mer kapital til ulike investeringer. Her også er det tydelig at SalMar har prestert bedre under pandemien.

Totalkapitalrentabilitet					
År	2016	2017	2018	2019	2020
SalMar	28%	23%	33%	20%	14%
Norway Royal Salmon	64%	12%	17%	47%	3%
Lerøy Seafood Group	22%	9%	17%	9%	4%
Grieg Seafood	27%	12%	18%	10%	-1%
Gjennomsnitt	35%	14%	21%	21%	5%

Tabell 5: Historisk totalkapitalrentabilitet.

5.1.3 Driftsmargin

Driftsmargin er et uttrykk som viser driftsresultatet prosentvis i forhold til driftsinntektene. Dette er et resultatmål som brukes ofte når man beregner lønnsomhet, hvor man får et mål på antall resterende kroner i driftsresultatet basert på inntektene (Hoff & Helbæk, 2015, s. 326-327). Formelen for driftsmargin vises nedenfor.

$$\text{Driftsmargin} = \frac{\text{Driftsresultat}}{\text{Driftsinntekter}}$$

Formel 12: Driftsmargin.

Tabellen under legger frem historisk driftsmargin hos de sammenlignbare selskapene. SalMar ligger over sine konkurrenter historisk sett, dersom vi ser bort i fra den høye driftsmarginen til Lerøy i 2019. Dette viser at selskapet er mer kostnadseffektivt under driften enn de andre selskapene.

Driftsmargin					
År	2016	2017	2018	2019	2020
SalMar	34%	26%	38%	25%	22%
Norway Royal Salmon	21%	10%	16%	8%	2%
Lerøy Seafood Group	25%	11%	22%	56%	6%
Grieg Seafood	26%	12%	18%	1%	-1%
Gjennomsnitt	26%	14%	23%	22%	7%

Tabell 6: Historisk driftsmargin.

5.2 Likviditet

Vi kan definere likviditet som summen av alle betalingsmidler man har tilgjengelig, som kontanter, bankinnskudd eller lett omsettelige verdipapirer (Hoff & Pedersen, 2019, s. 261). Dersom et selskap har god likviditet, vil det si at selskapet har evne til å betale for seg. Når man analyserer likviditeten til et selskap ser man på som regel på omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Omløpsmidler er eiendeler som tilhører virksomhetens kortsiktige varekretsløp (Hoff & Pedersen, 2019, s. 58), og kortsiktig gjeld er lånt kapital som skal tilbakebetales innen ett år (Hoff & Pedersen, 2019, s. 73). Nå går vi videre for å se på to typer likviditetsgrader.

5.2.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 vurderer størrelsesforholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Kravet til likviditetsgrad 1 er minimum 2 (Hoff & Pedersen, 2019, s. 238). Dette forholdstallet betyr at halvparten av omløpsmidlene er finansiert med kortsiktig gjeld og resterende er finansiert med langsiktig kapital. Ubenyttet kassekreditt burde også legges til omløpsmidlene ettersom det er en likviditetsreserve, men vi har ikke funnet tall på dette i rapportene.

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

Formel 13: Likviditetsgrad 1.

Tabellen under legger frem historisk likviditetsgrad 1 hos de sammenlignbare selskapene. SalMar ligger under det historiske gjennomsnittet og er sammenlignbart ikke like egnet til å betale ned sin kortsiktige gjeld.

Likviditetsgrad 1					
År	2016	2017	2018	2019	2020
SalMar	2,3	1,9	2,0	2,3	1,7
Norway Royal Salmon	2,2	1,8	2,4	2,9	1,9
Lerøy Seafood Group	2,9	3,0	3,0	2,8	2,7
Grieg Seafood	2,5	2,4	2,6	2,7	3,4
Gjennomsnitt	2,5	2,3	2,5	2,7	2,4

Tabell 7: Historisk likviditetsgrad 1.

5.2.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 vurderer størrelsesforholdet mellom de mest likvide omløpsmidlene og kortsiktig gjeld, hvor kravet til nøkkeltallet er minimum 1 (Hoff & Pedersen, 2019, s. 238). De mest likvide omløpsmidlene er fordringer. Dette er svært relevant i oppdrettsnæringen ettersom de resterende omløpsmidlene hovedsakelig er varelageret, altså biologiske eiendeler, som egentlig ikke er ansett som spesielt likvide midler uansett. Derfor er likviditetsgrad 2 det mest brukte nøkkeltallet for likviditet blant oppdrettere.

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

Formel 14: Likviditetsgrad 2.

Tabellen under legger frem historisk likviditetsgrad 2 hos de sammenlignbare selskapene. SalMar ligger langt under likviditetskravet. Årsaken er at selskapets omløpsmidler består stort sett av biologiske eiendeler og at de har relativt få fordringer utestående. Dette betyr at SalMar har få muligheter til å anskaffe seg likviditet fra omløpsmidlene de besitter.

Likviditetsgrad 2					
År	2016	2017	2018	2019	2020
SalMar	0,4	0,3	0,3	0,4	0,3
Norway Royal Salmon	0,8	0,7	0,7	1,1	0,4
Lerøy Seafood Group	1,2	1,6	1,3	1,3	1,3
Grieg Seafood	1,0	0,8	0,8	0,7	0,8
Gjennomsnitt	0,9	0,8	0,8	0,9	0,7

Tabell 8: Historisk likviditetsgrad 2.

5.3 Soliditet

Soliditet forteller oss hvor store deler av eiendelen som er finansiert av egenkapital. Hvis selskapet er bygget på store deler egenkapital indikerer dette at de kan tolerere eventuelle tap over tid. Soliditet beregnes med nøkkeltallet egenkapitalprosent.

5.3.1 Egenkapitalprosent

«Egenkapitalprosenten viser oss hvor stor del av eiendelene som kan gå tapt før långivere og de øvrige kreditorene berøres» (Hoff & Pedersen, 2019, s. 276). Høy egenkapitalprosent er et mål for bedrifter slik at de fremstår som kredittverdige og derav kan tilegne seg gunstigere finansiering. Dette nøkkeltallet sier altså noe om hvor solide selskapet er.

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Total gjeld og egenkapital}}$$

Formel 15: Egenkapitalprosent.

Tabellen under legger frem historisk egenkapitalprosent hos de sammenlignbare selskapene. De fleste i bransjen ligger rundt gjennomsnittet som er over 50% årlig. Dette indikerer at oppdrettsnæringen er egenkapitalintensiv. SalMar holder seg stabilt på en egenkapitalprosent mellom 50% - 60%.

Egenkapitalprosent					
År	2016	2017	2018	2019	2020
SalMar	50%	59%	60%	54%	50%
Norway Royal Salmon	55%	48%	57%	72%	54%
Lerøy Seafood Group	54%	56%	60%	59%	58%
Grieg Seafood	47%	47%	48%	46%	41%
Gjennomsnitt	51%	53%	56%	58%	51%

Tabell 9: Historisk egenkapitalprosent.

5.4 Oppsummering

Ut ifra observasjonene i regnskapsanalysen kan vi konkludere med at SalMar er det mest lønnsomme selskapet blant de utvalgte konkurrentene. På en annen side er også SalMar det minst likvide selskapet som tilsier at de har vanskeligheter for å likvidere omløpsmidler. Dette gjør at de ikke kan likvidere kapital på kort tid. SalMar, og samtlige andre selskaper i sammenligningen, har høy soliditet, som gir en trygghetsfølelse hos investorer ettersom industrien kan tåle store tap i dårlige økonomiske tider. Et godt eksempel er den pågående pandemien forårsaket av covid-19, hvor selskapene er godt egnet til å overleve denne krisen økonomisk sett.

6. Fremtidsprognose

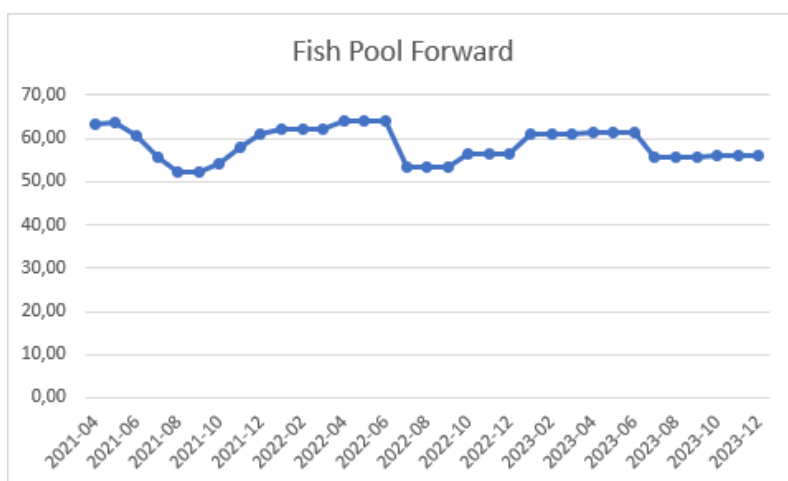
Når man foretar seg en fundamental verdsettelse, er en av de viktigste komponentene de fremtidige kontantstrømmene. I dette kapitlet skal vi estimere de fremtidige kontantstrømmene over fem år. Fremtidsprognosen baseres på tilgjengelige regnskapstall hentet fra SalMars årsrapporter, hvor regnskapsanalysen og den strategiske analysen brukes for å sette passende forutsetninger til estimatene. Vi anvender FCFF-metoden, hvor alle regnskapsmessige tall i dette kapitlet er gitt i millioner norske kroner og tall for slaktevolum er gitt i tusen tonn.

6.1 Driftsinntekter

Ifølge SalMars årsrapporter består driftsinntektene av salg av helfisk eller videreforedlet fisk, og slaktetjenester. Derfor blir driftsinntektene påvirket av to hovedfaktorer, nemlig lakseprisen og produksjonsvolumet. Det skal også sies at man ikke kommer frem til de virkelige driftsinntektene ved å kun multiplisere den gjeldene lakseprisen med slaktevolumet i perioden. Dette er fordi salgskontrakter, valutakurser og salgstidspunkt gir selskapet en høyere driftsinntekt enn dersom man kun hadde solgt helfisk til gjeldene laksepris. Denne andelen av inntektene kaller vi VAP, og er en forkortelse for “value-added product”, eller “verditillagt produkt”.

6.1.1 Laksepris

Den gjennomsnittlige årlige lakseprisen de siste fem årene har ligget relativt stabilt rundt NOK 60, hvis man ser bort ifra pandemien. Dette er synlig i kapittel 4.1.2 hvor den gjennomsnittlige lakseprisen i 2020 endte rundt NOK 55. For å si noe om de fremtidige lakseprisene har vi blant annet valgt å bruke Fish Pool som informasjonskilde, som er en internasjonal varebørs for handel av laks. De utfører grundige undersøkelser av tilbudet og etterspørselen i markedet, og har derfor gode forutsetninger for å si noe om de fremtidige lakseprisene. For årene 2021, 2022 og 2023 har Fish Pool spådd en årlig gjennomsnittspris til NOK 57,3, NOK 59,2 og NOK 58,5 (se figur 10 for månedlige forward-priser). I den strategiske analysen nevnte vi at Pareto Securities og Sparebank 1 Markets var uenige i Fish Pool sine estimeringer om lakseprisåret 2021. De mener kombinasjonen av lavt tilbud av laks til høsten, samt en gjenåpning av samfunnet vil resultere i høyere laksepriser. På bakgrunn av denne informasjonen velger vi å sette lakseprisen for 2021 til NOK 59. Grunnen til dette er at vi sier oss enig i argumentasjonen til meglerhusene, men vi anser et snitt på NOK 60 eller over som noe optimistisk.



Figur 10: Fish Pool Forward-Priser. (Fish Pool, 2021b).

For årene 2022 og 2023 velger vi å lene oss på Fish Pool sine laksepriser, og runder av prisene til NOK 59 i 2022 og NOK 58 i 2023. Siden Fish Pool kun har estimert laksepriser frem til 2023, velger vi å bruke informasjon fra den strategiske analysen når vi skal sette lakseprisene for 2024 og 2025. Den strategiske analysen gir tegn til at tilbudet kan øke de kommende årene. Dette kan begrunnes med at vi stadig ser utvikling i landbasert og havbasert oppdrett, noe som kan føre til at den totale produksjonen i næringen har økte vekstutsikter. På bakgrunn av dette mener vi at lakseprisen vil få en negativ utvikling på sikt. Vi har derfor satt lakseprisen til NOK 56 i 2024 og NOK 54 i 2025. Dette forutsetter at den innovative utviklingen i industrien skjer problemfritt, men det er fortsatt risiko relatert til for eksempel rømminger eller andre eventuelle tilbakefall i utviklingen.

Fremtidige estimater laksepris					
År	2021	2022	2023	2024	2025
Pris per kilo	59	59	58	56	54
Vekst	6,3%	0,0%	-1,7%	-3,4%	-3,6%

Tabell 10: Fremtidige estimater laksepris.

6.1.2 Produksjonsvolum

Når vi skal beregne SalMars fremtidige produksjonsvolum har vi valgt å ta utgangspunkt i SalMars egne framtidsutsikter, den strategiske analysen og gjennomsnittet av produksjonsveksten til selskapet de siste fem årene. I årsrapporten for 2020 skriver SalMar at de forventer et produksjonsvolum på 177 000 tonn i 2021 (SalMar, 2021e, s. 76). Dette gir en vekst på 9,6% fra 2020, noe som kan anses som relativt høyt for et så stort oppdrettsselskap.

Ettersom SalMar ikke har gitt ut flere tall om fremtidig slaktevolum har vi brukt historiske tall for å se på de resterende fire årene. I tabell 14 er gjennomsnittsvæksten fra 2016 til 2020 på 8,8%. Dette tallet er påvirket av den sterke veksten i 2017, og derfor ekskluderer vi det året, noe som resulterer i en gjennomsnittlig vekst på 6,1%.

Historisk slaktevolum					
År	2016	2017	2018	2019	2020
Produksjonsvolum	115,7	135,2	142,5	153,2	161,5
Vekst	-15,10 %	16,9 %	5,4 %	7,5 %	5,4 %
Gjennomsnittlig vekst	4,0 %				
Gjennomsnittlig vekst etter 2017	6,1 %				

Tabell 11: Historisk slaktevolum.

Selv den høye veksten SalMar utlyser i 2021, velger vi å stole på at de har god oversikt over deres produksjonsvolum ut året, da produksjonsvolumet utgjør en sentral del av det fremtidige inntektsbildet. Det er nemlig avgjørende å ha full kontroll på de fremtidige inntektene for et selskap som opererer i en så kapitalintensiv næring. Med utgangspunkt i de historiske tallene har vi valgt å skru ned veksten i løpet av de fem årene. Som nevnt i den strategiske analysen er estimert årlig tilbudsvekst globalt 3% i de nærmeste årene. Samtidig anser vi SalMar som et innovativt oppdrettsselskap vi mener vil ha en høyere vekstrate når det kommer til slaktevolum enn det globale markedet. Tabell 15 legger frem våre slaktevolum estimer de neste fem årene.

Fremtidige estimer slaktevolum					
År	2021	2022	2023	2024	2025
Slaktevolum	177	191	206	219	232
Vekst	9,6%	8,0%	8,0%	6,0%	6,0%

Tabell 12: Fremtidige estimer slaktevolum.

6.1.3 VAP

Til nå har vi estimert fremtidige laksepriser og slaktevolum. Før vi kan estimere de fremtidige driftsinntektene må vi bestemme oss for hvor mye av inntektene som kommer av VAP. Ved å se på det historiske avviket mellom totale driftsinntekter og inntekter fra pris*produksjonsvolum kommer vi frem til en gjennomsnittandel på 25%. Når det er sagt, ser vi også en stigende trend, hvor VAP andelen senest i 2020 lå på 31%. I tillegg til den stigende trenden vet vi også fra den strategiske analysen at prosesseringsanlegget InnovaNor vil bli ferdigstilt sommeren 2021. InnovaNor vil gi SalMar en økt prosesseringskapasitet, som

vil gjøre at selskapet sannsynligvis vil foredle mer laks enn de gjorde før. Ut ifra dette mener vi at det vil bli feil å bruke det historiske gjennomsnittet fra de siste fem årene for de fem neste årene. Derfor har vi valgt å sette VAP andelen til 35% for de neste fem årene. I tabellen under kan vi se de estimerte fremtidige driftsinntektene tillagt en VAP sats på 35%.

Historisk VAP					
År	2016	2017	2018	2019	2020
Pris*slaktevolum	7 304	8 231	8 658	9 062	8 960
Driftsinntekter	9 030	10 817	11 343	12 238	12 912
VAP	1 726	2 586	2 684	3 176	3 952
VAP i %	19 %	24 %	24 %	26 %	31 %
Gjennomsnitt	25 %				

Tabell 13: Historisk VAP.

6.1.4 Oppsummering

Dersom man sammenlikner inntektene fra 2020 med inntektene fra 2021, ser vi et betydelig inntektsj hopp. Vi kan begrunne dette med sterke laksepriser i 2021, en betydelig økning i produksjonsvolum, i tillegg til en økt VAP andel forårsaket av SalMars nye prosesseringsanlegg og stigende VAP trend. En slik inntektsøkning er ikke usannsynlig etter et år med covid-19. Lignende økning skjedde også i 2016/2017.

Fremtidige estimater driftsinntekter					
År	2021	2022	2023	2024	2025
Slaktevolum	177	191	206	219	232
Laksepris	59	59	58	56	54
Pris*slaktevolum	10 443	11 278	11 974	12 255	12 526
VAP	5 623	6 073	6 448	6 599	6 745
VAP i %	35 %	35 %	35 %	35 %	35 %
Driftsinntekter	16 066	17 351	18 422	18 854	19 271

Tabell 14: Fremtidige estimater driftsinntekter.

6.2 Driftskostnader

Driftskostnader er kostnader som er knyttet til driften av selskapets operative aktiviteter. Vi deler driftskostnadene inn fire poster; varekostnader, lønnskostnader og andre driftskostnader og avskrivninger. Vi vil beregne alle de fremtidige driftskostnadene som et forholdstall av driftsinntektene. Dette gjør vi fordi vi mener det er en korrelasjon mellom inntektsveksten og kostnadene i selskapet.

Historiske driftskostnader					
År	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekter	9 030	10 817	11 343	12 238	12 912
Driftskostnader	6 598	7 655	7 881	9 170	9 905
Andel	73 %	71 %	69 %	75 %	77 %
Gjennomsnitt	73 %				

Tabell 15: Historiske driftskostnader.

6.2.1 Varekostnader

Ut ifra tabellen under ser vi at gjennomsnittet på andelen varekostnader av driftsinntektene de siste fem årene utgjør 44%. Dette gjør varekostnadene til den største kostnadsposten selskapet har. Vi ser også at andelen ikke har variert stort ut ifra gjennomsnittet. Det er heller ingen tilgjengelig informasjon som tyder på at denne kostnaden vil endre seg betydelig i fremtiden. Derfor beslutter vi å bruke en andel av driftsinntektene på 44%, når vi skal regne ut de fremtidige varekostnadene.

Historiske varekostnader					
År	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekter	9 030	10 817	11 343	12 238	12 912
Varekostnader	4 001	4 722	4 585	5 770	5 871
Andel	44 %	44 %	40 %	47 %	45 %
Gjennomsnitt	44 %				

Tabell 16: Historiske varekostnader.

Fremtidige varekostnader er illustrert i tabellen under.

Fremtidige estimater varekostnader					
År	2021	2022	2023	2024	2025
Driftsinntekter	16 066	17 351	18 422	18 854	19 271
Varekostnader	7 101	7 669	8 143	8 333	8 518
Andel	44 %	44 %	44 %	44 %	44 %

Tabell 17: Fremtidige estimater varekostnader.

6.2.2 Lønnskostnader

I tabellen under ser vi at gjennomsnittlig lønnskostnader de siste fem årene er 9,5%. Lønnskostnadene har heller ikke variert stort fra gjennomsnittet de siste årene.

Historiske lønnskostnader					
År	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekter	9 030	10 817	11 343	12 238	12 912
Lønnskostnader	862	929	1 040	1 202	1 320
Andel	9,5 %	8,6 %	9,2 %	9,8 %	10,2 %
Gjennomsnitt	9,5 %				

Tabell 18: Historiske lønnskostnader.

Vi anser lønnskostnader som en stabil kostnadspost for SalMar, vi tror derfor ikke andelen lønnskostnader vil endre seg stort utover det historiske gjennomsnittet i fremtiden. Vi velger derfor å bruke den historiske gjennomsnittets andelen på 9,5% når vi skal estimere fremtidige lønnskostnader. Tabellen under viser de estimerte lønnskostnadene for de neste fem årene.

Fremtidige estimater lønnskostnader					
År	2021	2022	2023	2024	2025
Driftsinntekter	16 066	17 351	18 422	18 854	19 271
Lønnskostnader	1 521	1 643	1 744	1 785	1 825
Andel	9,5 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %

Tabell 19: Fremtidige estimater lønnskostnader.

6.2.3 Andre driftskostnader

Andre driftskostnader er en samling av flere mindre kostnader knyttet til driften. Dette kan eksempelvis være vedlikehold, leiekostnader og frakt.

I tabell 23 ser vi at andelen andre driftskostnader utgjør gjennomsnittlig 14,5% av driftsinntekten de siste fem årene. Andelen har heller ikke variert noe særlig fra gjennomsnittet. Det er ingenting som tyder på at disse kostnadene vil endre seg stort fra det historiske gjennomsnittet. Vi vil derfor bruke den historiske gjennomsnittets andelen for de fem neste årene når vi skal estimere de fremtidige andre driftskostnadene.

Historiske andre driftskostnader					
År	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekter	9 030	10 817	11 343	12 238	12 912
Andre driftskostnader	1 378	1 585	1 768	1 479	1 902
Andel	15,3 %	14,7 %	15,6 %	12,1 %	14,7 %
Gjennomsnitt	14,5 %				

Tabell 20: Historiske andre driftskostnader.

Tabellen under viser de estimerte fremtidige andre driftskostnadene med en andel av driftsinntektene på 14,5%.

Fremtidige estimater andre driftskostnader					
År	2021	2022	2023	2024	2025
Driftsinntekter	16 066	17 351	18 422	18 854	19 271
Andre driftskostnader	2 324	2 510	2 664	2 727	2 787
Andel	14,5 %	14,5 %	14,5 %	14,5 %	14,5 %

Tabell 21: Fremtidige estimater andre driftskostnader.

6.2.4 Oppsummering

Tabellen under oppsummerer de estimerte varekostnadene, lønnskostnadene, andre driftskostnader og avskrivninger. Det er viktig å påpeke at alle driftskostnader har forholdt seg som en meget stabil andel av driftsinntektene historisk sett, og at vi har stor tro på at andelen driftskostnader vil forholde seg stabile de neste fem årene. Grunnen til at avskrivninger ikke har blitt nevnt er fordi den har en viktig rolle i kontantstrømmen, og derfor har posten fått tildelt et eget kapittel.

Fremtidige estimater driftskostnader					
År	2021	2022	2023	2024	2025
Varekostnader	7 101	7 669	8 143	8 333	8 518
Lønnskostnader	1 521	1 643	1 744	1 785	1 825
Andre driftskostnader	2 324	2 510	2 664	2 727	2 787
Avskrivninger	1 285	1 388	1 474	1 508	1 542
Driftskostnader	12 232	13 210	14 025	14 354	14 672

Tabell 22: Fremtidige estimater driftskostnader.

6.3 Avskrivninger

Ved oppkjøp av varige driftsmidler vil beløpet bli utgiftsført, men verditapet kostnadsføres som avskrivninger utover levetiden til eiendelene. For å estimere de fremtidige avskrivningene har vi sett på historiske tall for de siste fem årene. I tabellen under er avskrivninger ført som en andel av driftsinntektene. Avskrivninger er ikke en kostnad som påvirker likviditeten, derfor legges den til i kontantstrømmen etter skattetrekk. Fordelen med avskrivninger er da at det medfører skattelette.

Historiske avskrivninger					
År	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekter	9 030	10 817	11 343	12 238	12 912
Avskrivninger	358	415	488	717	781
Andel	4,0 %	3,8 %	4,3 %	5,9 %	6,0 %
Gjennomsnitt	4,8 %				

Tabell 23: Historiske avskrivninger.

Til tross for gjennomsnittlig avskrivninger på 4,8% velger vi å justere opp avskrivningene til 8% de neste fem årene på grunn av SalMars nylige investeringer. Utbygging av slakteriet i Senja og flere havmerder vil også forekomme. Estimeringen av de fremtidige avskrivningene er illustrert i tabell 27.

Fremtidige estimater avskrivninger					
År	2021	2022	2023	2024	2025
Driftsinntekter	16 066	17 351	18 422	18 854	19 271
Avskrivninger	1 285	1 388	1 474	1 508	1 542
Andel	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %

Tabell 24: Fremtidige estimater avskrivninger.

6.4 Virkelig verdijusteringer

Virkelig verdijustering er en post i resultatregnskapet som ofte blir tatt med av oppdrettsselskaper. Denne posten inneholder virkelige verdijusteringer for biomasse, endring i avsetning av tapte kontrakter, endring i urealisert verdi av Fish Pool-kontrakter og endring i urealisert verdi av valutaterminkontrakter/valuta (SalMar, 2021, s. 104). Som tabell 28 viser så varierer posten fra år til år. På grunn av dette har vi valgt å sette beløpet til gjennomsnittet av de siste fem årene, NOK 104 millioner, som vil bli brukt årlig for de fremtidige kontantstrømmene.

Virkelig verdijusteringer					
År	2016	2017	2018	2019	2020
Virkelig verdijusteringer	654	-370	846	-33	-180
Gjennomsnitt	183				

Tabell 25: Virkelig verdijusteringer.

6.5 Inntekt fra tilknyttet selskap

Denne posten inneholder inntekt fra tilknyttede selskaper. Dette er selskaper hvor SalMar har en eierandel på 50% eller mindre. I 2020 består posten av seks selskaper; Norskott Havbruk AS, SalMar Genetics AS, Kirkenes Processing AS, Romsdal Processing AS, Yu Fish Ltd og Eldisstødin Isthor EHF (SalMar, 2021e, s. 117). Av disse seks så er det bare Norskott Havbruk AS som er ansett som et vesentlig tilknyttet selskap, og utgjør største andel av denne inntektsposten.

Inntekt fra tilknyttet selskap					
År	2016	2017	2018	2019	2020
Inntekt tilknyttet selskap	287	209	253	119	42
Gjennomsnitt	182				
Gjennomsnitt (2016-2019)	217				

Tabell 26: Inntekt fra tilknyttet selskap.

6.6 Investeringer

Investeringer er en post som representerer selskapets kapitalanvendelse ved innkjøp av nye eiendeler, eller ved oppgradering og vedlikehold av eiendeler selskapet allerede besitter. Eksempler er oppussing av anlegg, bygging av nye lokaler, innkjøp av maskiner til produksjonen, og lignende handlinger. I våre utregninger har vi sett på selskapets tidligere kontantstrømmer hvor vi har beregnet netto investeringer ut ifra inn- og utbetalinger for salg og kjøp av varige driftsmidler. I tabell 30 under kan man se andelen investeringene har utgjort av driftsinntektene de siste fem årene. Gjennomsnittet har vært stabilt helt frem til 2020. Den høye investeringsandelen forrige år kommer av byggingen av InnovaNor. En vesentlig investering som dette er ikke noe man foretar seg med jevne mellomrom, og vi har derfor ekskludert 2020 fra gjennomsnittsberegningen. Resultatet ble 10%.

Historiske investeringer					
År	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekter	9 030	10 817	11 343	12 238	12 912
Utbetalinger ved kjøp	1 097	937	946	1347	3755
Innbetaling ved salg	2	4	0	0	6
Netto investeringer	1 095	933	946	1 347	3 749
Andel	12 %	9 %	8 %	11 %	29 %
Gjennomsnitt	14 %				
Gjennomsnitt (2016-2019)	10 %				

Tabell 27: Historiske investeringer.

I den strategiske analysen la vi frem investeringsplanene til SalMar, der planlagte investeringer i 2021 ligger på NOK 1,6 milliarder i Norge og 170 millioner på Island. Som sagt er de relatert til nylige prosjekter. Med en investeringsandel av inntektene på 11% tilsvarer det omtrent summen SalMar estimerer. Vi velger å opprettholde investeringsandelen på 11% i 2022 og 2023 ettersom de planlegger bygging av nye havmerder, men er uvitende om når og hvor høye investeringssummene blir. Det er ikke utlyst noe mer informasjon om investeringer lengre frem i tid, derfor velger vi å bruke den historiske gjennomsnittsandelen på 10% for årene 2024 og 2025.

Fremtidige estimater investeringer					
År	2021	2022	2023	2024	2025
Driftsinntekter	16 066	17 351	18 422	18 854	19 271
Andel	11 %	11 %	11 %	10 %	10 %
Investeringer	1 767	1 909	2 026	1 885	1 927

Tabell 28: Fremtidige estimater investeringer.

6.7 Arbeidskapital

Arbeidskapital er differansen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Som nevnt under verdsettelsesteorien vil endringer påvirke likviditeten til selskapet, der økning av arbeidskapital fører til redusert likviditet. Ved å se på tidligere arbeidskapital i SalMar har vi beregnet en gjennomsnittlig sats basert på inntektene. Historisk sett er det variasjon i arbeidskapitalen. Ved tilegnelse av nye konsesjoner og utplassering av nye merder øker behovet for omløpsmidler, derfor kan de varierende endringene være knyttet til dette. Et eksempel på reduksjon er i 2020 som trolig er forårsaket av covid-19 ved stagnering av produksjonen. Tabell 32 viser historisk arbeidskapital.

Historisk arbeidskapital					
År	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekter	9 030	10 817	11 343	12 238	12 912
Arbeidskapital	3 607	2 576	3 489	4 242	3 182
Andel	40 %	24 %	31 %	35 %	25 %
Gjennomsnitt	31 %				

Tabell 29: Historisk arbeidskapital.

For å estimere arbeidskapitalen har satt den som en andel av inntektene og funnet et historisk gjennomsnitt på 31%. Denne satsen er anvendt for å finne fremtidige endringer i arbeidskapital. Årsaken til den høye arbeidskapitalen i 2021 kommer av reduksjonen av arbeidskapital i 2020.

Fremtidige estimater arbeidskapital					
År	2021	2022	2023	2024	2025
Driftsinntekter	16 066	17 351	18 422	18 854	19 271
Arbeidskapital	4 943	5 338	5 668	5 801	5 929
Andel	31 %	31 %	31 %	31 %	31 %
Endring i arbeidskapital	1 761	395	329	133	128

Tabell 30: Fremtidige estimater arbeidskapital.

6.8 Skatt

Mesteparten av SalMars konserninntekter kommer fra Norge og derfor vil vi bruke norsk selskapskatt i vår verdsettelse. Ifølge regjeringens vedtak for 2021 er skattesatsen satt til 22% (Regjeringen, 2020, 7. oktober). I den strategiske analysen tar vi opp temaet rundt eventuell økning av grunnskatt eller produksjonsavgift for oppdrettsselskaper. Vi forutsetter at slike endringer ikke kommer til å bli vedtatt innen de fem neste årene. Dersom det skjer vil dette endre industrien, spesielt med tanke på en svekket investeringsvilje.

6.9 Fri kontantstrøm til selskap

Nå som alle komponentene til FCFF er utledet kan vi generere de estimerte kontantstrømmene. Tabell 34 presenterer resultatet.

Kontantstrøm til totalkapitalen					
År	2021	2022	2023	2024	2025
Driftsinntekter	16 066	17 351	18 422	18 854	19 271
Driftskostnader	12 232	13 210	14 025	14 354	14 672
Operasjonelt driftsresultat	3 835	4 141	4 397	4 500	4 600
Virkelig verdijustering	183	183	183	183	183
Driftsresultat	4 018	4 325	4 580	4 683	4 783
Inntekt fra tilknyttet selskap	217	217	217	217	217
Resultat før skatt	4 235	4 542	4 797	4 900	5 000
Skatt	932	999	1 055	1 078	1 100
Resultat etter skatt	3 303	3 542	3 742	3 822	3 900
Avskrivninger	1 285	1 388	1 474	1 508	1 542
Investeringer	1 767	1 909	2 026	1 885	1 927
Endring i arbeidskapital	1 761	395	329	133	128
FCFF	1 060	2 626	2 860	3 312	3 386

Tabell 31: Kontantstrøm til totalkapitalen.

6.10 Terminalverdi

Terminalverdien beregnes ved den endelige verdiberegningen i kapittel 8. Denne bygger på en vekstrate som skal reflektere veksten i selskapets kontantstrømmer på ubestemt tid. BNP de siste 30 årene har hatt en gjennomsnittlig vekst nærliggende 3,5%, noe som setter et tak for veksten i selskapet (International Monetary Fund, 2021). Dette begrunnes ved at veksten i et enkelt selskap ikke kan overskride veksten til hele økonomien, ettersom dette tilsier at selskapet vil passere verdensøkonomien i størrelse på et ubestemt tidspunkt. Vi har valgt å sette selskapets terminalvekst til 2,5%, noe som er litt lavere, men samtidig tar for seg det faktum at SalMar er en pioner innen havoppdrett.

7. Avkastningskrav

Før vi kan finne endelig verdi av selskapet må vi estimere et avkastningskrav. Dette estimatet skal fungere som en diskonteringsfaktor og ta for seg fremtidig risiko. I verdsettelsen vil vi anvende avkastningskravet til totalkapitalen i og med at selskapet er finansiert med både gjeld og egenkapital. Beregningen vil skje ved hjelp av WACC-modellen, som er vektet etter selskapets virkelige egenkapital- og gjeldverdier. Alle tall som blir lagt frem i dette kapittelet er hentet fra selskapets tilgjengelige rapporter, samt nødvendige tall fra Oslo Børs og databaser. Utrekningene er basert på teori fra kapittel 3.

7.1 Avkastningskrav til egenkapitalen

WACC inneholder både avkastningskrav til egenkapital og gjeld. Vi har derfor valgt å begynne med egenkapitalkostnaden, som blir utledet av kapitalverdimodellen. Før vi kan beregne denne diskonteringsfaktoren trenger vi tre parametere: risikofri rente, markedets risikopremie, og beta.

7.1.1 Risikofri rente

Som nevnt i kapittel 3.1.1 bør den risikofrie renten anvendt i kapitalverdimodellen reflektere de genererte kontantstrømmenes levetid. En populær tilnærming er bruken av tiårige statsobligasjoner som gjenspeiler selskapets kontantstrømmer og terminalverdien. Problematikken rundt denne tilnærmingen er den lave styringsrenten vi opplever for tiden, spesielt knyttet til pandemien vi befinner oss i. Den risikofrie renten skal reflektere pengenes tidsverdi som teoretisk er styrt av realrenten (nominell rente – inflasjon). Med et inflasjonsmål på nærliggende 2% (Norges Bank, 2020) og styringsrente på 0%, indikerer det at risikofri rente er sterkt påvirket av inflasjonsnivået for tiden. I praksis håndteres dette på ulike måter. Det første er en dynamisk tilnærming hvor man bruker faktisk observert risikofri rente samtidig med en høyere markedsrisikopremie enn gjennomsnittet og lavere vekst i kontantstrømmene, og det andre er en normalisert tilnærming hvor man bruker normalisert risikofri rente og historisk markedsrisikopremie (Rydning, 2017). 27. april 2021 informerer Norges Bank om at den tiårige norske statsobligasjonen har 1,4% forventet avkastning (Norges Bank, 2021b). Vi har valgt å anvende den normaliserte tilnærmingen, noe som forutsetter at vi har tro på at økonomien vil normalisere seg på lang sikt. Konsumprisindeksen viser at inflasjonen de siste 12 månedene er gjennomsnittlig 3,1% (SSB, 2021), og som den strategiske analysen kommer frem til vil styringsrenten trolig bli justert oppover. Med

informasjonen som er gitt velger vi å ta utgangspunkt i statsobligasjonsrenten og skru denne opp til 2% som blir vårt estimat for risikofri rente. Dette vil være et resultat av at inflasjonen beveger seg mot målet sitt og pengepolitikken øker renten.

7.1.2 Markedets risikopremie

Ettersom vi har valgt å følge en normalisert tilnærming på grunn av lave rentenivåer, vil vi bruke en markedsrisikopremie basert på det historiske gjennomsnittet. PWC utgir årlige rapporter om markedsrisikopremie og risikofri rente, hvor de i samarbeid med Norske Finansanalytikerens Forening undersøker hvilke satser analytikere anvender. Undersøkelsen i 2020 baseres på svaret til 151 av omkring 1000 medlemmer i foreningen. Rapporten forteller at markedsrisikopremien i det norske markedet er uendret på 5% (PWC, 2020, s. 8). Vi har derfor besluttet oss til en markedsrisikopremie på 5%. For å støtte vår avgjørelse av risikofri rente informerer rapporten også om at 25% av anvender en normalisert risikofri rente (PWC, 2020, s. 7).

7.1.3 Beta

I vår estimering av endelig beta til bruk i CAPM har vi først beregnet en regresjonsbeta basert på historiske tall fra Oslo Børs. Perioden strekker seg fra 29. april 2016 til 29. april 2021 med månedlige gjennomsnittsobservasjoner. Børsindeksen vi har anvendt er OSEBX som er et representativt utvalg for de gjeldende konkurrerende selskapene. Tabell 35 viser sammenlignbare tall og et gjennomsnitt av disse.

Selskap	Beta
SalMar	0,72
Norway Royal Salmon	0,43
Lerøy Seafood Group	1,00
Grieg Seafood	0,97
Gjennomsnitt	0,78

Tabell 32: Gjennomsnittlig regresjonsbeta.

Resultatet synliggjør at SalMar har en beta som ligger nært det industrielle gjennomsnittet. Dette er et tegn på at selskapet følger en historisk trend, men vi velger uansett å finne en fundamental beta via bottom-up. Årsaken er gjennomgått i verdsettelsesteorien, hvor det blant annet kan oppstå problemer ved at regresjonsbetaen feilvurderer risikoen i markedet.

Fundamental beta

Tabell 33 viser resultatet av bottom-up-metoden, hvor sammenlignbare selskap er brukt til å utregne en industristandard. Som sagt tidligere i oppgaven vil dette gi ned påvirkningen av individuelle gjeldsgrader fra de enkelte selskapene. Vi kan deretter legge til SalMar sin gjeldsgrad til gjennomsnittlig unlevered beta slik at vi får en levered beta som reflekterer selskapets faktiske finansstruktur.

Selskap	Gjeldsgrad	Skatt	Regresjonsbeta	Unlevered beta
SalMar	50,1%	22%	0,72	
Norway Royal Salmon	46,2%	22%	0,43	
Lerøy Seafood Group	41,5%	22%	1,00	
Grieg Seafood	56,7%	22%	0,97	
Gjennomsnitt	48,6%	22%	0,78	0,57
Levered beta	0,91			
Adjusted beta	0,94			

Tabell 33: Endelig beta.

Regnskapsanalysen kan bevise at SalMar er lønnsomme og har høy grad av soliditet. Vi har derfor valgt å justere bottom-up-betaen mot indeksen. Dette gjøres på bakgrunn av historisk bevis som støtter teori om at selskapenes beta vil over sikt bevege mot markedsindeksen, altså at beta gradvis går mot 1 (Damodaran, 2012, s. 187). Formelen nedenfor illustrerer hvordan man justerer en beta. Dette gir oss en endelig beta på 0,94 som vil bli tatt med i CAPM.

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

Formel 16: Adjusted beta.

7.1.4 Kapitalverdimodellen

Alle parametere er nå ferdigstilt slik at vi kan sette dem inn i CAPM. Resultatet er et avkastningskrav til egenkapitalen på 6,7%. Etter å ha beregnet egenkapitalkostnaden går vi videre til beregningen av WACC.

$$CAPM = 2,0 \% + 0,94 * 5,0 \% = 6,7 \%$$

Formel 17: Avkastningskrav til egenkapitalen.

7.2 Avkastningskrav til totalkapitalen

På samme måte som CAPM, krever WACC en rekke parametere for å utledes. Vi har allerede funnet egenkapitalkostnaden, men vi må fortsatt finne markedsverdien av SalMars total kapital og gjeldskostnaden.

7.2.1 Markedsverdi egenkapital

Markedsverdien av egenkapitalen finner man ved å multiplisere aksjeprisen med antall utstedte aksjer. Aksjekursen vi har hentet er sluttkursen 29. april 2021.

Markedsverdi egenkapital	
Aksjekurs 29. April 2021	580
Antall aksjer	113 299 999
Markedsverdi egenkapital	65 713 999 420

Tabell 34: Markedsverdi egenkapital.

7.2.2 Markedsverdi gjeld

Ved redegjørelsen av verdsettelsesteorien snakker vi om at markedsverdien av gjelden hos et selskap kan være vanskelig å definere. Vi har valgt å se på den bokførte verdien av rentebærende gjeld ved årsskiftet til 2021.

Markedsverdi gjeld	
Rentebærende gjeld	6 049 757 000

Tabell 35: Markedsverdi gjeld.

7.2.3 Gjeldskostnad

Det er flere måter å beregne dette på, og kan til tider være en krevende prosess. I verdsettelsesteorien beskriver vi gjeldskostnaden som summen av risikofri rente og misligholdsrisiko knyttet til selskapets gjeld. Problemet med denne tilnærmingen er at SalMar ikke har utstedt egne obligasjoner. Som en løsning velger vi å se på historisk rentebærende gjeld og rentekostnader. Ved å regne rentekostnader som en andel av den rentebærende gjelden får man en sats som kan representere gjeldskostnaden SalMar betaler årlig. Tabellen oppgir regnskapsmessige tall i tusen kroner.

Gjeldskostnad					
År	2016	2017	2018	2019	2020
Rentebærende gjeld	2 638 170	1 399 631	1 767 304	3 762 714	6 049 757
Rentekostnader	106 328	106 961	116 101	170 190	149 854
Gjeldskostnad	4,0%	7,6%	6,6%	4,5%	2,5%
Gjennomsnitt	5,05%				

Tabell 36: Gjeldskostnad.

7.2.4 WACC

WACC kan nå beregnes ved å anvende komponentene som kreves. I tabell 37 oppsummeres metoden og utledes basert på verdsettelsesteori. Vektingene av egenkapital og gjeld er et forholdstall hvor hver kapitalkategori står som en andel av total kapital. Skatt har blitt fastsatt tidligere i oppgaven. WACC-satsen vil bli brukt som avkastningskrav når vi diskonterer de genererte kontantstrømmene i kapittel 8.

Avkastningskrav til total kapitalen	
Markedsverdi egenkapital	65 713 999 420
Markedsverdi gjeld	6 049 757 000
Markedsverdi total kapital	71 763 756 420
Vekting egenkapital	91,57%
Vekting gjeld	8,43%
Skatt	22,00%
WACC	6,47%

Tabell 37: Avkastningskrav til total kapitalen.

8. Beregning av verdi

Etter å ha estimert de fremtidige kontantstrømmene og et avkastningskrav kan vi nå avslutte den fundamentale verdsettelsen. Teorien som blir anvendt er hentet fra kapittel 3, hvor vi vil diskontere kontantstrømmer fra år 2021 til år 2025 samt en terminalverdi med et avkastningskrav på 6,47% (WACC). Resultatet er en netto nåverdi av SalMar. Det siste elementet vi mangler er et estimat for terminalverdien som blir utledet i formel 18. Modellen bruker en terminalvekst på 2,5% som vi kom frem til i kapittel 6.10.

$$\text{Terminalverdi} = \frac{CF_{2025} * 1,025}{6,47\% - 2,5\%} = 87,4 \text{ milliarder}$$

Formel 18: Estimert terminalverdi.

Nå som vi har utregnet terminalverdien kan vi legge til denne sammen med resten av kontantstrømmene i tabellen under. Ved å diskontere hvert ledd og summere disse får vi en samlet netto nåverdi tilsvarende 74,6 milliarder norske kroner. Dette tilsvarer den totale verdien av selskapet.

Nåverdiberegning						
År	2021	2022	2023	2024	2025	Terminalverdi
FCFF	1 060	2 626	2 860	3 312	3 386	87 423
NPV	996	2 317	2 369	2 578	2 475	63 899
Sum NPV	74 633					

Tabell 38: Nåverdiberegning.

Den estimerte aksjeprisen til SalMar finner vi ved å dividere verdien av egenkapitalen med selskapets utstedte aksjer. Verdien av egenkapitalen tilsvarer selskapets totalverdi minus markedsverdien av gjelden, som vi tidligere estimerte i kapittel 7.2.2. I tabell 39 utledes den endelige utregningen som resulterer i en pris på NOK 605. Dette er estimert verdi per aksje og vår konkluderende beslutning ved den fundamentale verdsettelsen.

Estimert aksjepris	
Selskapets totalverdi	74 633 224 669
Verdi gjeld	6 049 757 000
Verdi egenkapital	68 583 467 669
Antall aksjer	113 299 999
Pris	605

Tabell 39: Estimert aksjepris.

9. Sensitivitetsanalyse

Når man verdsetter et selskap slik vi har gjort i denne oppgaven, må man foreta noen forutsetninger og antakelser i beregningene. Noen av disse faktorene kan få stor betydning for aksjekursen dersom beregningene er feil. I dette kapittelet vil vi foreta sensitivitetsanalyser av sentrale faktorer i verdsettelsen som kan utgjøre store forskjeller for aksjekursen. En slik analyse vil gi oss et bedre bilde over virkninger eventuelle feilberegninger har for SalMars aksjekurs. Faktorene vi vil se nærmere på i sensitivitetsanalysen vil være laksepris, produksjonsvolum, WACC og terminalvekst.

Laksepris

Det er ingen tvil om at lakseprisen er en sentral faktor når man skal verdsette et lakseoppdrettselskap, da selve inntektsgrunnlaget til SalMar er basert på laksepris*produksjonsvolum. Derfor kan en liten endring i lakseprisen gi store utslag for inntektene til selskapet. Disse endringene vil selvfølgelig gjenspeile seg i aksjekursen. Vi har derfor valgt å se på hvilke utslag endringer i lakseprisen gir aksjekursen. Tabellen under viser hvor mye aksjekursen endrer seg når den årlige gjennomsnittlige lakseprisen avviker fra de estimerte prisene.

Laksepris							
Endring i NOK	-5	-3	-1	0	1	3	5
Aksjepris	556	576	596	605	615	635	654
Endring i aksjepris	-8,1 %	-4,8 %	-1,5 %	0,0 %	1,7 %	5,0 %	8,1 %

Tabell 40: Sensitivitet laksepris.

Det er viktig å presisere at man ikke kan fastslå med sikkerhet at vi har estimert de korekte fremtidige lakseprisene. Med andre ord anser vi det derimot sannsynlig at den faktiske fremtidige prisen vil legge seg opp til to kroner over eller under estimatene. Heldigvis som vi kan se i tabellen ovenfor, vil ikke dette få store konsekvenser for aksjeprisen til SalMar om dette skulle skjedd. På bakgrunn av informasjonen vi sitter på i dag, ser vi det som lite sannsynlig at prisen vil avvike mer en fem kroner opp eller ned fra gjennomsnittet i årene fremover. I det krisefylte pandemiåret 2020 falt gjennomsnittsprisen 5 kroner fra året før. At en ny krise på størrelse med korona vil oppstå i løpet av de neste fem årene anser vi som usansynlig, og tas derfor ikke høyde for i denne analysen.

Produksjonsvolum

I likhet med lakseprisen er produksjonsvolumet en sentral del av inntektsgrunnlaget for et lakseoppdrettselskap som SalMar. Tabellen under illustrerer hva aksjeprisen ved en prosentvis endring av produksjonsvolum blir.

Produksjonsvolum							
Endring i %	-25 %	-15 %	-5 %	0 %	5 %	15 %	25 %
Aksjepris	463	520	577	605	634	691	748
Endring i aksjepris	-23,5 %	-14,0 %	-4,6 %	0,0 %	4,8 %	14,2 %	23,6 %

Tabell 41: Sensitivitet produksjonsvolum.

Sammenligner vi det estimerte produksjonsvolumet med de estimerte lakseprisene, er det ikke urimelig å anse produksjonsvolumet som en mer forutsigbar variabel, da SalMar selv utlyser informasjon som antyder de fremtidige slaktevolumene. Dette er selvsagt gjort rede for i den strategiske analysen og i fremtidsprognosene. Store endringer i froventet fremtidig slaktevolum kan fremdeles forekomme ved for eksempel uventet høy dødelighet i merdene på grunn av syktdom, eller masserømninger forårsaket av uvær. Når det er sagt, er SalMar et innovativt selskap utrustet med dyktige fagfolk kombinert med den nyeste teknologien på markedet. Dette gjør at store katastrofer lik de som ble nevnt ovenfor, anses som lite sannsynlige. Dette er selvsagt ingen garanti, da uventede katastrofer kan ramme alle. Vi kan se i tabell 41 at den prosentvise endringen i aksjeprisen utvikler seg nesten likt med endringen i produksjonsvolumet. At SalMars fremtidige produksjonsvolum avviker seg noen få prosent opp eller ned fra våre estimater kan fort forekomme. Om dette skulle skje vil ikke dette få voldsomme konsekvenser for aksjekursen. Vi ser det som usansynlig at et større avvik vil forekomme da fremtidsutsiktene står godt beskrevet i årsrapportene. Konklusjonen er at SalMar er moderat sensitiv mot endringer i fremtidig slaktevolum.

WACC

Tabellen under viser hvor sensitiv aksjeprisen er mot endringer i WACC. Endringene i WACC er 0,5% for hver kolonne. Det er også tillagt en prosentvis endring av aksjeprisen.

WACC							
Endring %	5,00 %	5,50 %	6,00 %	6,47 %	7,00 %	7,5 %	8,00 %
Aksjepris	1006	826	697	605	525	465	416
Endring i aksjepris	66,3 %	36,5 %	15,2 %	0,0 %	-13,2 %	-23,1 %	-31,2 %

Tabell 42: Sensitivitet WACC.

Som vi ser så er aksjeprisen veldig sensitiv ovenfor endringer i WACC. Eksempelvis hadde vi hatt en WACC på 6% ville aksjekursen blitt NOK 697, det er en økning på NOK 92 eller 15,2%. Ettersom avkastningskravet er vektet av store deler egenkapital fastsettelsen av risikofri rente, markedsverdi og beta er det viktig å være grundig under estimeringen av disse parameterne.

Terminalvekst

Tabellen under illustrerer hvor sensitiv aksjeprisen er for endringer i terminalveksten. Hver kolonne representerer en økning eller reduksjon av terminalvekst på 0,5%.

Terminalvekst							
Endring i %	1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %	3,5 %	4,0 %
Aksjepris	445	487	540	605	690	803	961
Endring i aksjepr	-26,4 %	-19,5 %	-10,7 %	0,0 %	14,0 %	32,7 %	58,8 %

Tabell 43: Sensitivitet terminalvekst.

Det er tydelig at aksjeprisen er sensitiv mot endringer i terminalveksten. Dersom terminalveksten hadde vært 3%, altså en økning på 0,5% fra opprinnlig vekstrate, ville vi fått en aksjepris på NOK 690. Dette er en økning på NOK 85 eller 14%. Ved feil vekst vil selskapets terminalverdi være misvisende.

10. Relativ verdsettelse

Den relative verdsettelsen vil ta for seg de sammenlignbare selskapene vi har brukt tidligere i oppgaven. Multiplene vi presenterer i kapittelet er P/B og P/E, hvor resultatene kommer til å anvendes som en sammenlignbar verdi for prisen vi estimerte i den fundamentale verdsettelsen. Alle tall i den relative verdsettelsen er hentet fra Thomson Reuters Corporation og selskapsrapporter. Den historiske perioden er tolv måneder med gjennomsnittlige observasjoner.

Selskap	P/B	P/E
SalMar	6,16	29,15
Norway Royal Salmon	2,84	32,11
Lerøy Seafood Group	2,84	27,36
Grieg Seafood	2,21	
Gjennomsnitt	3,51	29,54

Tabell 44: P/B og P/E til sammenlignbare selskaper.

Tabellen over tar for seg P/B og P/E for de sammenlignbare selskapene og lager et industrigjennomsnitt. Ettersom Grieg Seafood har hatt negative resultater i 2020 valgte vi å ekskludere de fra gjennomsnittsberegningen av P/E.

10.1 P/B

For å finne en pris anvender vi industrigjennomsnittet fra forrige kapittel. Ved å multiplisere den med bokført verdi per aksje ender vi opp med en pris på 682. Dette er høyt over prisen vi kom frem til i den fundamentale verdsettelsen. Årsaken er knyttet til SalMar sin høye P/B som presser gjennomsnittet opp. En høy P/B kan indikere at SalMar har gode vekstutsikter, men det kan også bety at selskapet muligens er overpriset.

Aksjepris fra P/B-multippel	
P/B-gjennomsnitt	3,51
Bokført verdi per aksje	194
Pris	682

Tabell 45: Aksjepris fra P/B-multippel.

10.2 P/E

Her også har vi anvendt industrigjennomsnittet som ble estimert tidligere. Etter å ha multiplisert P/E med resultat per aksje får vi en pris på 579. Dette resultatet er derimot under prisen fra den fundamentale verdsettelsen. Årsaken er ikke tilknyttet variasjon i selskapenes individuelle multipler ettersom alle har relativt like verdier. SalMar sin P/E er veldig nære gjennomsnittet som er et tegn på at de er riktig priset.

Aksjepris fra P/E-multippel	
P/E-gjennomsnitt	29,54
Resultat per aksje	20
Pris	579

Tabell 46: Aksjepris fra P/E-multippel.

10.3 Oppsummering

De to aksjeprisene som kom ut av den relative verdsettelsen har et avvik på 103. Vi skal nå vekte disse prisene og komme frem til en konkluderende pris fra den relative verdsettelsen. På grunn av SalMars høye P/B som avviker fra gjennomsnittet har vi grunn til å tro at dette har påvirket resultatet. Samtidig er P/E-multippelen til selskapet tilsvarende lik gjennomsnittsmålingen som får oss til å tro at denne multippelen gir en mer reell pris. Derfor har vi vektet P/B til 25% og P/E til 75% som gir en endelig pris på NOK 604,7.

Aksjepris fra relativ verdsettelse		
Multippeltype	P/B	P/E
Pris	682	579
Vekting	25%	75%
Delberegning	170,5	434,2
Ny pris	604,7	

Tabell 47: Aksjepris fra relativ verdsettelse.

11. Konklusjon

Oppgaven har hatt som formål å besvare problemstillingen: «Hva er verdien av SalMar ASA vår 2021?». Vi har anvendt fundamental og relativ verdsettelsesmetode for å komme frem til SalMars estimerte aksjeverdi.

Den fundamentale verdsettelsen resulterte i en estimert kurs på NOK 605. Denne metoden har vært den mest omfattende tilnærmingen og har blitt basert på strategiske og regnskapsmessige analyser. På bakgrunn av dette vil vi legge mest vekt på dette resultatet. Tanken bak den relative verdsettelsen var å bruke prisantydningen til å justere utfallet av den fundamentale verdsettelsen. Den sammenlignbare prisen endte på NOK 604,7, noe som bekrefter verdiestimatet vi allerede har funnet. Sluttkursen til selskapet den 7. mai 2021 var NOK 607,6 og vi vil derfor komme med en hold-anbefaling for aksjen til SalMar ASA.

12. Kritikk til oppgaven

Siden nyåret startet har vi brukt mye tid på å sette oss inn i oppdrettsnæringen, SalMar som selskap og konkurrentene til SalMar. Anskaffelse av riktig informasjon er helt essensielt når man skal estimere en aksjepris til selskapet man verdsetter. Mye av innhentet material kommer fra SalMars hjemmesider og årsrapporter. Det er ikke en urimelig påstand at årsrapporter har en tendens til å fremstille selskaper på en positiv måte. Vi mener selv at informasjonen som er fremlagt og resultatet vi har kommet fremt til i oppgaven gir et riktig virkelighetsbilde. Når det er sagt kan vi ikke benekte at vår interesse for SalMar også kan påvirke estimatene ettersom vi har hatt tro på selskapet før skriveprosessen startet. Om dette har utspilt seg eller ikke i den estimerte aksjeprisen kan vi ikke si med sikkerhet.

Det finnes utallige fagbøker som gjør rede for verdsettelsesteori hvor ulike metoder og tilnærminger varierer. Store deler av teorien i vår oppgave er hentet fra Aswath Damodaran som har skrevet pensumboken vi brukte i BRE 210 Finansregnskap og verdsettelse. I emnet ble vi hovedsakelig introdusert for fundamental og relativ verdsettelse, noe som gjør det naturlig for oss å følge disse metodene i vår besvarelse. Selv om dette er de mest velkjente verdsettelsesmetodene må man ikke utelukke at det eksisterer flere tilnærminger som vi kunne ha tatt med for å gjøre oppgaven mer allsidig.

I skrivende stund føler vi på virkningen av den pågående pandemien. Som vi nevner i oppgaven har vi grunn til å tro at covid-19 går mot en ende ettersom stadig flere mottar vaksinedoser og samfunnet ser ut til å åpne seg gradvis. Dette er vår mening, men vi skal ikke utelukke eventuelle tilbakefall, noe som er fullt mulig med for eksempel utviklingen i India. I en verdsettelse er oppfatning av markedsutsikter viktig å definere ettersom dette er tilknyttet risikoeksponeringen til selskapet. Sensitivitetsanalysen viser at endringer i avkastningskrav og terminalvekst utløser store svingninger i aksjeprisen. Ettersom dette er mål på risiko, må man være nøye ved fastsettelsen av nødvendige parametere. Uansett, vi er alle forskjellige og tolker skjønnsmessige forhold ulikt. Derfor kan subjektive meninger utgjøre en forskjell på estimatene og risikovurderingen.

Referanser

Bokverk

Brealey, R. A., Myers, S. C. & Allen, F. (2017). *Principles of Corporate Finance* (12. utgave). 2 Penn Plaza, New York: McGraw-Hill Education.

Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3. utgave). Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.

Hoff, K. G. & Helbæk, M. (2015). *Økonomistyring 2* (6. utgave). Oslo: Universitetsforlaget.

Hoff, K. G. & Pedersen, A. O. (2019). *Grunnleggende regnskap 2* (3. utgave). Oslo: Universitetsforlaget.

Johnson, G., Whittington, R., Scholes, K., Angwin, D. & Regnér, P. (2017). *Exploring Strategy* (11. utgave). Harlow, United Kingdom: Pearson Education Limited.

Mowi. (2020). *Salmon Farming Industry Handbook*. Hentet fra <https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2020/06/Mowi-Salmon-Farming-Industry-Handbook-2020.pdf>

Universitetet i Bergen. (2014). *Norsk Fiskeri- og Kysthistorie*. Hentet fra <https://norges-fiskeri-og-kysthistorie.w.uib.no/bokverket/bind-5-havbrukshistorie/>

Lover og forskrifter

Akvakulturloven. (2005). Lov om akvakultur (LOV-2005-06-17-79). Hentet fra <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-06-17-79>

Artikler og andre nettressurser

Berge, A. (2020, 27. juli). Dette er verdens 20 største lakseoppdrettere. *iLaks*. Hentet fra <https://ilaks.no/dette-er-verdens-20-storste-lakseoppdrettere-2/>

Berge, A. (2020, 8. desember). Blir 2021 det beste lakseåret siden 2016. *iLaks*. Hentet fra <https://ilaks.no/blir-2021-det-beste-laksearet-siden-2016/>

Euronext. (2021). *Oslo Børs*. Hentet fra <https://live.euronext.com/nb/markets/oslo>

Fish Pool. (2021a). *Price history*. Hentet fra <https://fishpool.eu/price-information/spot-prices/history/>

Fish Pool. (2021b). *Forward Prices*. Hentet fra <https://fishpool.eu/price-information/forward-prices-3/>

Fiskedirektoratet. (2017, 24. april). *Tildelingsprosessen*. Hentet fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Tildelingsprosessen>

FN. (2019, 3. desember). *Befolkning, migrasjon og urbanisering*. Hentet fra <https://www.fn.no/tema/fattigdom/befolkning>

Giæver, H. & Christensen, J. (2020, 12. mai). Regjeringen dropper omstridt skatt – foreslår avgift på 500 millioner i stedet. *DN*. Hentet fra <https://www.dn.no/politikk/oppdrett/skatt/grunnrenteskatt/regjeringen-dropper-omstridt-skatt-foreslar-avgift-pa-500-millioner-i-stedet/2-1-806910>

International Monetary Fund. (2021). *Real GDP growth*. Hentet fra https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEOWORLD

Kristiansen, T. (2017, 26. juni) Derfor var Kina rystet og rasende. *NRK*. Hentet fra <https://www.nrk.no/urix/derfor-var-kina-rystet-og-rasende-1.13576615>

Laksefakta. (2018, 27. august). *Laks til middag?* Hentet fra <https://laksefakta.no/sunnhet-og-helse/laks-til-middag/>

Laksefakta. (2020, 17. desember). *Hvorfor rømmer laksen?* Hentet fra <https://laksefakta.no/laks-og-miljo/romming/>

Proff. (2021). *SalMar ASA, Aksjonærer*. Hentet fra <https://www.proff.no/aksjon%C3%A6rer/-/salmar-asa/960514718>

Mattilsynet. (2018, 29. januar). *Lakselus*. Hentet fra https://www.mattilsynet.no/fisk_og_akvakultur/fiskehelse/fiske_og_skjellsykdommer/lakselus/

Mauren, A. (2021, 20. februar). Syv uker ut i brexit: Slik går det med norske varer inn til Storbritannia. *E24*. Hentet fra <https://e24.no/naeringsliv/i/gWzZdA/syv-uker-ut-i-brexit-slik-gaar-det-med-norske-varer-inn-til-storbritannia>

Miljødirektoratet. (2019, 15. august). *Akvakultur – fiskeoppdrett*. Hentet fra <https://www.miljodirektoratet.no/ansvarsomrader/vann-hav-og-kyyst/Akvakultur-fiskeoppdrett/>

Norges Bank. (2020, 2. april). *Inflasjon*. Hentet fra <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Inflasjon/>

Norges Bank. (2021a). *Rentebeslutning mars 2021*. Hentet fra <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Rentemoter/2021/mars-2021/>

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

Regjeringen. (2019, 4. november). *Pressemelding fra utvalget som har vurdert skattelegging av havbruk*. Hentet fra

<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/dep/fin/pressemeldinger/2019/rapport-fra-havbruksskatteutvalget/pressemelding-fra-utvalget-som-har-vurdert-skattlegging-av-havbruk/id2676409/>

Regjeringen. (2020, 10. juli). *Fisk og EU*. Hentet fra

<https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/fiskeri-og-havbruk/1/fiskeri/internasjonalt-fiskerisamarbeid/internasjonalt/fisk1/id685828/>

Regjeringen. (2020, 7. oktober). *Skattesatser 2021*. Hentet fra

<https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2021/id2767458/>

Rydning, H. (2017, 11. juli) Avkastningskrav i lavrentetider. *BDO*. Hentet fra

<https://www.bdo.no/nb-no/bloggen/avkastningskrav-i-lavrentetider>

SalMar ASA. (2021a). *Historie*. Hentet fra

<https://www.salmar.no/historie/>

SalMar ASA. (2021b). *Strategi & visjon*. Hentet fra

<https://www.salmar.no/strategi-visjon/>

SalMar ASA. (2021c). *SalMar i dag*. Hentet fra

<https://www.salmar.no/salmar-i-dag/>

SalMar ASA. (2021d). *Våre virksomhetsområder*. Hentet fra

<https://www.salmar.no/vare-virksomhetsomrader/>

Seafood from Norway. (2021). *Salmon from Norway*. Hentet fra

<https://fromnorway.com/seafood-from-norway/salmon/>

SSB. (2021, 9. april). *Konsumprisindeksen*. Hentet fra

<https://www.ssb.no/kpi>

Thomson Reuters Corporation. (2021). *SalMar ASA – Overview*. Hentet fra

<https://emea1.apps.cp.thomsonreuters.com/web/Apps/Corp?s=SALM.OL&st=RIC&app=true>

Rapporter

Atlantic Sapphire. (2021). *Annual Report 2020*. Hentet fra

<https://atlanticsapphire.com/wp-content/uploads/2021/04/20210414-Atlantic-Sapphire-ASA-Integrated-Annual-ESG-Report-for-2020.pdf>

Bakkafrost. (2021). *Annual Report 2020*. Hentet fra

https://bakkafrost.cdn.fo/media/3075/bf_annualreport_2020-web_red-poja-210406.pdf?s=TW_Np7q-6rdR1Y6u8zIu01wqDPU

Grieg Seafood. (2017). *Annual Report 2016*. Hentet fra

<https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/5acb9443fb27d4505528c92fbacf886a3cc4cdfc.pdf>

Grieg Seafood. (2018). *Annual Report 2017*. Hentet fra

<https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/b7a1b2b2087990f7f17d0cf87455ce5318e75290.pdf>

Grieg Seafood. (2019). *Annual Report 2018*. Hentet fra

<https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/a789e059af11bf45b10af3cf3820aa97ec8d6de9.pdf>

Grieg Seafood. (2020). *Annual Report 2019*. Hentet fra

<https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/8a7be59216389c66d08733c39404d5b4e7800592.pdf>

- Grieg Seafood. (2021). *Annual Report 2020*. Hentet fra <https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/3295d701e65f3653ad77b7811b72a848d8093ab7.pdf>
- Lerøy Seafood Group. (2017). *Årsrapport 2016*. Hentet fra <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport-2016>
- Lerøy Seafood Group. (2018). *Årsrapport 2017*. Hentet fra <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport-2017>
- Lerøy Seafood Group. (2019). *Årsrapport 2018*. Hentet fra <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport-2018>
- Lerøy Seafood Group. (2020). *Årsrapport 2019*. Hentet fra <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/arsrapporter/leroy-arsrapport-2019.pdf>
- Lerøy Seafood Group. (2021). *Årsrapport 2020*. Hentet fra <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport-2020.pdf>
- Mowi. (2021). *Integrated Annual Report 2020*. Hentet fra https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2021/03/Mowi_Integrated_Annual_Report_2020.pdf
- Norway Royal Salmon. (2017). *Årsrapport 2016*. Hentet fra https://www.norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS_Aarsrapport2016.pdf
- Norway Royal Salmon. (2018). *Årsrapport 2017*. Hentet fra https://www.norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS_Aarsrapport_2017.pdf

Norway Royal Salmon. (2019). *Årsrapport 2018*. Hentet fra <https://www.norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS%20%C3%85rsrapport%202018.pdf>

Norway Royal Salmon. (2020). *Årsrapport 2019*. Hentet fra https://www.norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS_2020_A%CC%8Arssrapport_siste_NO.pdf

Norway Royal Salmon. (2021). *Årsrapport 2020*. Hentet fra <https://mb.cision.com/Main/15973/3333477/1407587.pdf>

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

SalMar ASA. (2017a). *Årsrapport 2016*. Hentet fra <https://hugin.info/138695/R/2099113/799618.pdf>

SalMar ASA. (2018a). *Vi bringer laksen tilbake til havet: Årsrapport 2017*. Hentet fra <https://hugin.info/138695/R/2188425/846513.pdf>

SalMar ASA. (2019a). *Årsrapport 2018*. Hentet fra <https://hugin.info/138695/R/2242686/885273.pdf>

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

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

SalMar ASA. (2017b). *Kvartalsrapport: Fjerde kvartal 2016*. Hentet fra <https://hugin.info/138695/R/2078684/782388.pdf>

SalMar ASA. (2018b). *Kvartalsrapport: Fjerde kvartal 2017*. Hentet fra <https://hugin.info/138695/R/2168961/835200.pdf>

SalMar ASA. (2019b). *Kvartalsrapport: Fjerde kvartal 2018*. Hentet fra <https://hugin.info/138695/R/2234949/879655.pdf>

SalMar ASA. (2020b). *Kvartalsrapport: Fjerde kvartal 2019*. Hentet fra <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/4cbe994a-b1ca-455e-bd53-52f727265f34>

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