



Universitetet
i Stavanger

HANDELSHØGSKOLEN VED UIS
BACHELOROPPGAVE

STUDIUM: Bachelor i økonomi og administrasjon
(B-ØKAD)

OPPGAVEN ER SKREVET INNEN FØLGENDE
TEMATISKE RETNING:
Regnskap og Finans

TITTEL: Verdsettelse av SalMar

ENGELSK TITTEL: Valuation of SalMar

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

VEILEDER:

Bård Misund

Kandidatnr:

Navn:

2105

Thomas Lundmann

.....

.....

2182

Marius Bjørheim

.....

.....

Forord

Denne oppgaven er skrevet i forbindelse med avslutningen av bachelorstudiet i Økonomi og administrasjon ved Universitetet i Stavanger. I løpet av graden har vi blitt introdusert til mange spennende fag som vi benytter oss av i denne oppgaven. Vi valgte å skrive en oppgave innen regnskap & finans fordi dette virket utfordrende og lærerikt.

Finans og verdsettelse er spennende fordi en analyserer et selskap, og benytter analyse til å gjøre en verdsettelse av selskapet. Gjennom systematisk jobbing har vi prøvd å presentere en god oppgave, som forsvarer valgene som har blitt gjort. I denne oppgaven verdsetter vi SalMar ASA (heretter omtalt som SalMar). Vi skal verdsette selskapet både med og uten grunnrenteskatt. Oppgaven søker å besvare hvordan prisingen av SalMar endrer seg når grunnrenteskatt på havbruk blir innført.

Grunnrenteskatt på havbruk har vært et aktuelt tema de siste månedene. Selv om skatten ikke er ferdig formulert, har den allerede påvirket aksjekursen til selskapet. Vi synes derfor at det er interessant å analysere i hvor stor grad skatten påvirker SalMar.

Vi vil takke veileder Bård Misund, for hans veiledning, erfaring og konstruktive kritikk.

Sammendrag

I denne verdsettelsen analyserer vi hele SalMar konsernet, et norsk oppdrettselskap som har flere driftssegmenter. Den største delen av produksjonen skjer i Midt-Norge, mens den nest største produksjonen skjer i Nord-Norge. SalMar har gjennom flere år levert høy lønnsomhet, og vokst kraftig. SalMar leverer laks til hele verden, og det største markedet er Europa. Problemstillingen er inspirert av finansdepartementets innføring av grunnrenteskatt på havbruk, og definert som:

“Hva er verdien av en SalMar-aksje, med grunnrenteskatt og uten grunnrenteskatt, og hvor stor er forskjellen?”

Oppgaven starter med å introdusere lakseoppdrettsnæringen, SalMar som konsern og Norges skattesystem med grunnrenteskatt som hovedfokus. Videre presenteres verdsettelsesmåten, der vi hovedsakelig bygger på teoriene til Answath Damodoran.

Analysen av SalMar som blir brukt til å prognosere fremtidige kontantstrømmer, tar først for seg en strategisk analyse, gjennom en intern- og en ekstern- analyse. Videre blir det gjort en regnskapsanalyse for å finne trender, og for å se hvordan selskapet har prestert de siste fem årene. Dette grunnlaget blir brukt for å estimere fremtidig kontantstrøm. Vi presenterer også avkastningskravet, og hvordan vi har kommet frem til det.

I siste del av oppgaven diskonterte vi de fremtidige kontantstrømmene, og regner ut sluttverdien til selskapet. Videre finner vi markedsverdien på totalkapitalen, både med og uten grunnrenteskatt. Markedsverdien på egenkapitalen blir derifra regnet ut ved å trekke fra gjelden. Egenkapitalverdien med og uten grunnrenteskatt blir brukt til å regne ut aksjeverdien, og vi sammenligner estimert aksjekurs med kursen på børsen. Vi estimerte aksjekursen til 450 NOK med grunnrenteskatt, og 945 NOK uten grunnrenteskatt. Oppgaven blir avsluttet med en sensitivitetsanalyse, hvor vi viser hva endringer i kontantstrømmen, avkastningskravet og veksten gjør med estimert aksjekurs.

Abstract

In this valuation, we analyze the entire SalMar group, a Norwegian aquaculture company that has several operational segments. The largest part of the production takes place in Mid-Norway, while the second-largest production takes place in Northern-Norway. SalMar have delivered high profitability for several years and have grown significantly in recent years. SalMar delivers salmon to the whole world, and the largest market is Europe. The problem statement is inspired by the introduction of resource rent tax on aquaculture and is defined as:

"What is the value of a SalMar share, with and without resource rent tax, and how big is the difference?"

The thesis begins by introducing the salmon farming industry, SalMar, and Norway's tax system, with a focus on resource rent tax. Furthermore, we present the valuation method, which is mainly based on the theories of Answath Damodoran.

The SalMar analysis used to forecast future cash flows, starts with a strategic analysis through an internal and external analysis. Further, an accounting analysis is done to identify trends and see how the company has performed over the last five years. This is the basis for the estimates we use to estimate future cash flows. We also present the required rate of return, and how we estimated it.

In the final part of the task, we discount the future cash flows and calculate the final value of the company. This is combined, to find the market value of equity, both with and without resource rent tax. The market value of equity is used to calculate share prices with and without resource rent tax, and we also compare estimated share prices with the stock market price. We estimated the share price at 450 NOK with resource rent tax, and 945 NOK without resource rent tax. The thesis ends with a sensitivity analysis, showing how changes in cash flow, required rate of return, and growth changes the estimated share price.

1	Innledning	1
1.1	Motivasjon	1
1.2	Problemstilling	1
1.3	Avgrensning og antagelser.....	1
1.4	Verdsettelsens struktur	2
2	Lakseoppdrett.....	2
2.1	Lakseoppdrett i Norge	2
2.2	Tilbud.....	3
2.3	Etterspørsel	5
2.4	Laksepris	6
2.5	Miljøutfordringer i oppdrettsnæringen	7
2.6	Produksjonskostnader	9
2.7	Tillatelse	11
2.8	Konkurrenter	12
3	SalMar	13
3.1	Aksjekursutvikling og eierstruktur.....	14
3.2	Virksomhetsområder og Verdikjede	15
3.3	Havbasert Oppdrett.....	16
4	Skattesystemet og grunnrenteskatt	17
4.1	Skattesystemet.....	18
4.2	Grunnrente	19
4.3	Grunnrente i Norge.....	20
4.4	Grunnrenteskatt på havbruk.....	21
4.5	Argumenter for grunnrenteskatt i havbruk	21
4.6	Argumenter mot grunnrenteskatt i havbruk.....	22
4.7	Fastsettelse av grunnrenteskattepliktig inntekt.	23
5	Verdsettelse.....	24
5.1	Fundamental verdsettelse.....	24
5.2	Tilnærminger til fundamental verdsettelse	25
5.3	Totalkapitalmetoden.....	26
5.3.1	Terminalverdi.....	27
5.3.2	Vekst.....	27
5.4	Kontantstrømmen til totalkapitalen	28
5.5	Avkastningskrav - Totalkapitalen	28
5.6	Egenkapitalens avkastningskrav	29
5.6.1	Risikofri rente	30
5.6.2	Beta.....	31

5.6.3	Markedets risikopremie	31
5.7	Gjeldskostnad.....	31
5.7.1	Misligholds-risiko	32
6	Strategisk Analyse.....	33
6.1	Ekstern analyse.....	33
6.1.1	Porters fem krefter.....	33
6.1.2	PESTEL-analyse	36
6.2	Intern Analyse	41
6.2.1	VRIO Analyse.....	41
6.2.2	VRIO: Oppsummering	44
6.3	Oppsummerende SWOT-analyse.....	45
7	Regnskapsanalyse.....	46
7.1	Praktiske valg knyttet til regnskapsanalysen	46
7.1.1	Analysenivå	46
7.1.2	Analyseperiode.....	46
7.1.3	Rapporterte tall.....	47
7.1.4	Omgruppering av regnskapet.....	50
7.2	Nøkkeltallsanalyser	50
7.3	Lønnsomhetsanalyse.....	51
7.3.1	51
7.3.2	Totalkapitalens rentabilitet	51
7.3.3	Egenkapitalensrentabilitet.....	52
7.3.4	Driftsmargin.....	53
7.3.5	EBIT per kg	55
7.4	Likviditetsanalyse.....	56
7.5	Soliditetsanalyse.....	57
7.6	Oppsummering regnskapsanalyse	58
8	Fremtidige kontantstrømmer.....	59
8.1	EBIT	60
8.1.1	Driftsinntekter	60
8.1.2	Lakseprisen	61
8.1.3	Produksjonsvolum.....	62
8.1.4	Andre driftsinntekter	64
8.1.5	Prognosert driftsinntekt	65
8.2	EBIT-margin	65
8.3	Skatt.....	66
8.4	Investeringer (CAPEX)	67

8.5	Avskrivninger.....	68
8.6	Endring i arbeidskapital.....	69
8.7	Kontantstrømmen til totalkapitalen (FCFF) (med grunnrenteskatt).	70
8.8	Kontantstrømmen til totalkapitalen (FCFF) (uten grunnrenteskatt)	71
9	WACC – avkastningskravet til totalkapitalen.	72
9.1	Avkastningskravet til egenkapitalen	73
9.1.1	Risikofri rente	73
9.1.2	Beta.....	73
9.1.3	Markedets risikopremie	74
9.1.4	Avkastningskravet til egenkapitalen	74
9.2	Gjeldskostnad.....	74
9.2.1	Misligholdsrisiko.....	74
9.2.2	Gjeldskostnaden	75
9.3	Egenkapitalandel og gjeldsandel.....	75
9.4	WACC.....	76
9.5	Vekst.....	76
10	Verdsettelse.....	77
10.1	Verdsettelse av SalMar med grunnrenteskatt	77
10.2	Verdsettelse av SalMar uten grunnrenteskatt	79
10.3	Forskjell mellom FCFF med og uten grunnrenteskatt.....	80
10.4	Konklusjon verdsettelse.....	80
11	Sensitivitetsanalyse	81
11.1	Stabil vekst & avkastningskrav	81
11.2	Forwardpris & slaktevolum	82
12	Konklusjon.....	83
	Referanser:	85

1 Innledning

1.1 Motivasjon

Høsten 2022 bestemte vi oss for å skrive en verdsettelsesoppgave, innen fagområdet finans fordi det virker veldig utfordrende og lærerikt. Oppdrettsnæringen fikk mye oppmerksomhet høsten 2022, på grunn av forslaget om en grunnrenteskatt. Det virket interessant å analysere endringene i markedsverdien til et oppdrettsselskap som følge av grunnrenteskatt. Vi valgte derfor å verdsette SalMar, både med og uten grunnrenteskatt. Valget falt på SalMar fordi de er en av de største aktørene innen oppdrett, i tillegg driver selskapet med spennende innovasjon innen havbasert oppdrett.

1.2 Problemstilling

Formålet med oppgaven er å estimere verdien på aksjene til SalMar, både ved innføring av grunnrenteskatt og uten. Vi skal derfor besvare denne problemstillingen:

“Hva er verdien av en SalMar-aksje, med grunnrenteskatt og uten grunnrenteskatt, og hvor stor er forskjellen?”

1.3 Avgrensning og antagelser

Grunnrenteskatt på havbruk er enda ikke fastsatt, dette gjør at det blir vanskeligere å svare på problemstillingen vår. Vi må derfor bygge antagelser på de siste nyhetene innen utformingen av grunnrenteskatt. Verdsettelsen er bygd på innhentet offentlig sekundærdata fra de tilgjengelige års- og kvartalsrapportene fra selskapene vi skriver om. Dette gjør at vi har begrenset informasjon, og må derfor bruke nødvendige antagelser som gjør vurderingene rundt verdsettelsen vanskeligere.

For å analysere SalMars historiske regnskapsdata, har vi benyttet oss av regnskapsdataen for de fem siste årene. Dette har vi brukt til å skape en oversikt over SalMars situasjon, og trender. Næringen er i stadig vekst, og derfor vil ikke enda tidligere data være representativt for fremtiden. Vi har valgt å sammenligne SalMar med Mowi ASA, Lerøy Seafood Group AS og Grieg Seafood ASA. Vi mener at disse konkurrentene er de som er mest like SalMar, og

har gjort denne vurderingen ut ifra størrelse, forretningsområde, vekstmuligheter og at alle er notert på Oslo Børs.

1.4 Verdssettelsens struktur

Verdssettelsen starter med en presentasjon av oppdrettsnæringen, SalMar som konsern og skattesystemet i Norge med grunnrenteskatt som hovedfokus. I teoridelen presenterer vi verdssettelsesmetoden vi har valgt å bygge verdssettelsen på. Videre analyserer vi SalMar, både gjennom en strategisk analyse, og regnskapsanalyse. Den strategiske analysen inneholder både en intern- og ekstern-analyse. Regnskapsanalysen blir brukt til å finne trender, og en ser og nærmere på nøkkeltall knyttet til lønnsomhet, likviditet og soliditet.

Etter regnskapsanalysen presenterer vi estimatene for de fremtidige kontantstrømmene, og vi forklarer hvordan og hvilke antagelser vi har brukt for å estimere de. Videre viser vi hvordan vi har kommet frem til avkastningskravet vi benytter oss i verdssettelsen

I siste del av oppgaven diskonterte vi de fremtidige kontantstrømmene, og regner ut sluttverdien til selskapet. Videre finner vi markedsverdien på totalkapitalen, både med og uten grunnrenteskatt. Derifra regner vi ut verdien på egenkapitalen, ved å trekke fra gjelden. Egenkapitalverdien med og uten grunnrenteskatt blir brukt til å regne ut aksjeverdien, og vi sammenligner estimert aksjekurs med kursen på børsen. Verdssettelsen blir avsluttet med en sensitivitetsanalyse, hvor vi viser hva endringer i kontantstrømmen, avkastningskravet og veksten gjør med estimert aksjekurs.

2 Lakseoppdrett

Lakseoppdrett er en underkategori av fiskeoppdrett, som er virksomhet knyttet til å fø opp fisk i fangenskap (Misund B., 2023). Det er også blitt svært vanlig blant aktørene innen lakseoppdrett å drive egen produksjon av rogn og yngel.

2.1 Lakseoppdrett i Norge

Sjømatnæringen er blant Norges største distriktsnæringer og samtidig en av de raskest voksende. I 2019 passerte eksporten av norsk sjømat 100 milliarder kroner (Johnsen, P.F.F,

2021). Den totale verdiskapningen, inkludert ringvirkninger, var på rundt 112 milliarder kroner. Denne verdiskapningen la grunnlaget for skatteinntekter på rundt 30 milliarder kroner i 2020. Ringvirkningsanalysen for 2021 estimerte at sjømatnæringen bidro til 106 000 sysselsatte i 2021, en økning på 13 000 fra året før. Grunnlaget for denne verdiskapningen er de ypperlige klimatiske forholdene som befinner seg langs norske sjøområder og fjorder. Dette er områder som tilhører Norge og det norske felleskapet, noe som har skapt en debatt om fordelingen av denne verdiskapningen.

Regjeringen kom høsten 2022 med et forslag til en grunnrenteskatt på havbruk. Denne skatten ble foreslått å settes til en effektiv sats på 40%, våren 2023 kom de med et nytt forslag med en effektiv sats på 35%. Hensikten med skatten er å omfordele den ekstraordinære profitten fra oppdrettsselskapene, både til staten og vertskommunene langs kysten. En slik grunnrenteskatt vil ha en enorm påvirkning på verdsettelsen til oppdrettsselskapene. Dagen da forslaget om grunnrenteskatt ble lagt fram, falt Norges største lakseoppdretter SalMar, Mowi, Lerøy Seafood og Grieg Seafood mellom 15 og 30 prosent på den norske børsen (Nilsen & Knudsen, 2022). Siden har flere av selskapene hentet inn store deler av fallet. Ettersom skatten ikke er fastsatt, men innført, er det knyttet en del usikkerhet til skatten og selskapenes verdi.

Laksenæring og lakseoppdrett er en viktig industri i den norske økonomien. Norge er et ideelt land å drive lakseoppdrett i ettersom det har en lang kystlinje med gode temperaturforhold, gode strømforhold, og skjermede områder (Finansdepartementet, 2022). Det foregår lakseoppdrett langs hele norgeskysten, fra Agder i sør til Finnmark i nord. Industrien i Norge har siden 1970-tallet vært veldig lønnsom ved hjelp av gode forhold og teknologi som stadig forbedres. I 2014 eksporterte Norge 1,15 millioner tonn med laks, og næringen står for 5,5% av Norges eksportinntekter (Laks.no, 2023). Atlantisk laks utgjør rundt 95% av produksjonen fra oppdrett i Norge, mens regnbueørret og vanlig ørret utgjør de resterende 5% (Mikkelsen, E., 2023).

2.2 Tilbud

Oppdrett av laks krever tilgang til et geografisk område som tilfredsstillende en sammensetning av miljømessige betingelser. Disse betingelsene dreier seg i hovedsak om riktig temperatur og

riktig mengde strømmer i vannet. Figur 1 viser hvor i verden man finner størst produksjon av oppdrettslaks.



Figur 1: Lokasjoner med størst produksjon av laks (Mowi, 2019, s. 27)

Som nevnt er forholdene i Norge svært gunstige til å drive oppdrett i. I 2022 produserte Norge rett over 50% av all atlantisk laks, Chile produserte 26%, etterfulgt av Storbritannia, Canada og Færøyene. Siden 1995 har tilbudet av atlantisk laks vokst med 443% som tilsvarer en årlig vekst på 8%. Denne veksten har vært svakt avtagende i perioden 2009-2022, hvor den årlige veksten har ligget på rundt 6% (NCR, 2023). Av de produserende landene har Chile hatt den største veksten de siste ti årene med 8% per år, mens Norge hadde rundt 2,5% per år i samme periode. Chile innehar en fordel med gunstige vekst-temperaturer for laks som fører til kortere produksjonssykluser. Samtidig sliter de mer med biologiske utfordringer enn andre regioner. Dette har bidratt til volatilitet i produksjonen og følgelig i lakseprisen.

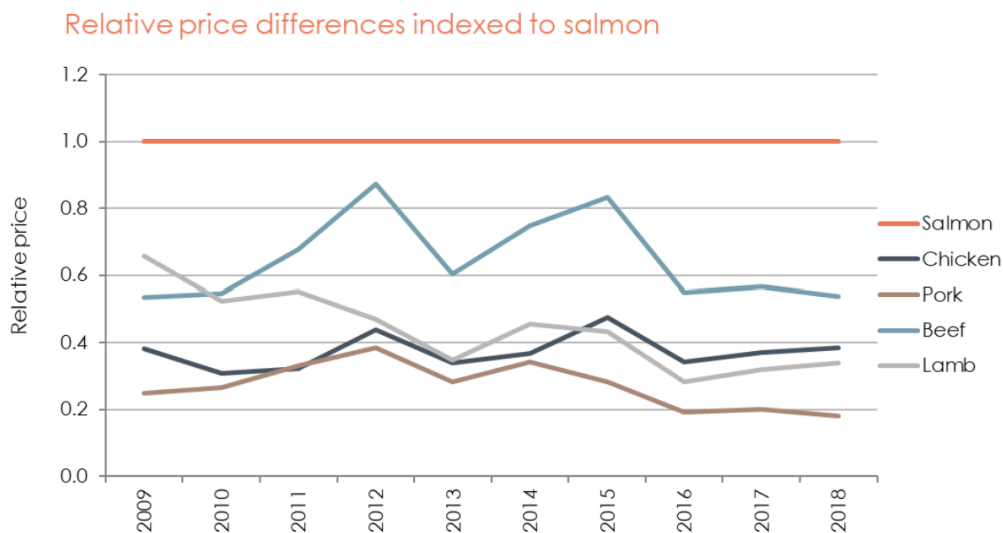
Norge har også svært gode forhold, men strenge reguleringer er med på å begrense veksten. Samtidig som eksportmengden øker marginalt, så har eksportverdien til laks og ørret doblet seg. I 2013 var eksportmengden 1 013 tonn med en verdi på 42,3 milliarder NOK, mens i 2022 var eksportmengden 1310 tonn med en verdi på 110,81 milliarder NOK (Norges Sjømatråd, 2021).

2.3 Etterspørsel

Selv om tilbudet er begrenset, har etterspørselen og lakseprisen økt de siste årene (Mowi, 2019, s.19). Den økte etterspørselen kan delvis relateres til sosiale faktorer, som påvirker forbrukeratferd. En økende populasjon og middelklasse, særlig i Asia, fører til et større behov for proteinrik mat som laks.

Laks anbefales av flere nasjonale helseorganisasjoner på grunn av sitt høye innhold av proteiner, vitaminer, mineraler og omega-3. Dette har gjort av folk blir mer bevisst på hva som er næringsrik og sunn mat. I deler av verden ser man en aldrende befolkning som sliter med kardiovaskulære sykdommer. Laks vil derfor være en bedre kilde for protein og næringsstoffer enn kjøtt, ettersom laks inneholder umettet fett.

I forhold til storfe, svin og kylling, representerer laks kun en liten andel av det globale proteinforbruket. Figur 2 viser den relative differansen i pris på de forskjellige proteinkildene målt opp imot laks. At laksen er såpass mye dyrere enn alternative proteinkilder kan være en viktig forklaring på det relativt lave forbruket.



Figur 2: Relativ prisdifferanse målt opp imot laks (Mowi, 2019, s.23)

2.4 Laksepris



Figur 3: Laksepris per kg sløydvekt 2000-2023 (SSB, 2023)

I figur 3 ser en at prisen har steget mye det siste tiåret, og at volatiliteten har gått opp betraktelig, som betyr større svingninger i prisen. Lakseprisen er drevet av tilbud og etterspørsel, men blir også påvirket av andre faktorer som sesongvariasjoner og arbitrasjemuligheter. På tilbudssiden eller produksjonssiden har man en rekke kontrollerbare og ukontrollerbare faktorer som påvirker produksjonsvolumet fra år til år. Kontrollerbare faktorer innebærer faktorer som fôrutnyttelse, rømning og sykdomsbekjempelse, mens ukontrollerbare faktorer innebærer faktorer som havtemperaturer, vannstrømninger, reguleringer og lignende.

På 1990-tallet så man store omskiftninger i næringen, produktiviteten per årsverk økte kraftig, og en fikk problemer med overproduksjon (Skistad, S.S., 2014). Dette førte til lave priser, som igjen førte til lav lønnsomhet, som videre førte til mange konkurser. På slutten av 1990- og tidlig 2000-tallet fikk man presset ned kostnadene på grunn av bedre fiskehelse, teknologi og opparbeiding av erfaring og kompetanse. Dette gjorde at næringen opparbeidet seg høyere lønnsomhet og optimisme. Selskapene fikk derfor låne mer for å utvide driften. Dette skapte økonomiske problemer og konkurser, fordi selskapene ikke greide å betale tilbake lånene. På 2010-tallet økte prisene igjen og selskapene ble mer lønnsomme.

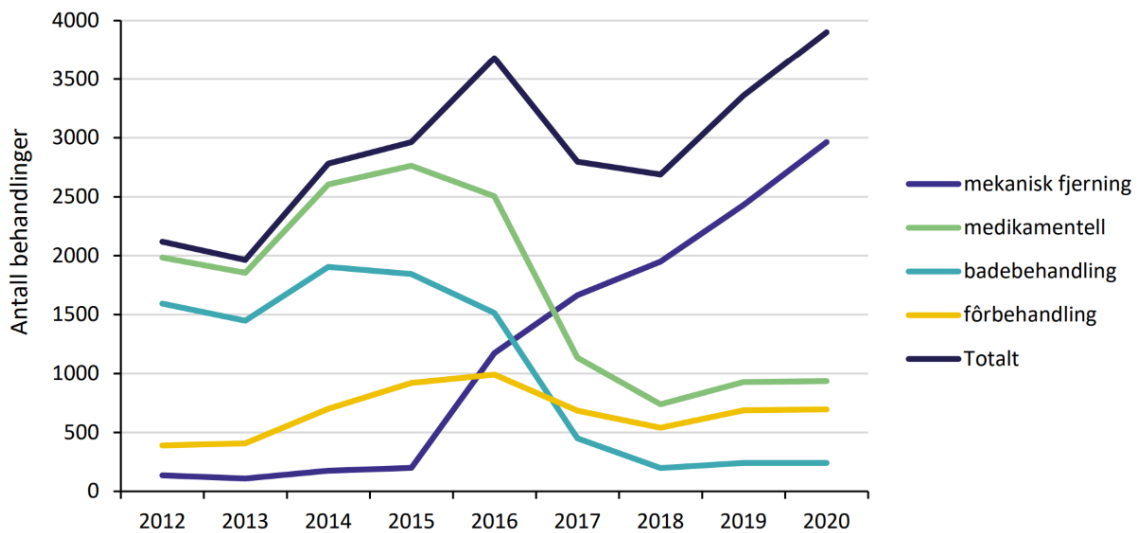
I perioden fra 2012 til 2019 har lakseprisen steget betydelig. Dette kan forklares med økt etterspørsel og lite endring i tilbud, som følger av begrensninger rundt biologiske faktorer. 2019 ble et rekordår, og det ble det eksportert sjømat for 107,2 milliarder kroner ifra Norge.

I 2020 falt lakseprisen kraftig, på grunn av nedstengninger under Covid-19 pandemien. Salg til restaurantbransjen ble hardt rammet, men sjømatnæringen klarte allikevel å nå forbrukerne gjennom dagligvaremarkedet (Johnsen, P.F.F, 2022). Utfallet ble at volumet av sjømateksporten økte, mens eksportverdien falt sammenlignet med 2019. I 2021 holdt prisene seg veldig høye, og det ble det eksportert 3,1 millioner tonn sjømat til en verdi av 120,8 milliarder kroner, 12,7 % bedre enn rekordåret 2019.

2.5 Miljøutfordringer i oppdrettsnæringen

Miljøutfordringer er det som setter begrensninger for oppdrettsnæringens fremtidige bærekraftige vekst. En av de største miljøutfordringene innen oppdrett i dag er rømming. Dette er fordi man er bekymret for at oppdrettsfisken skal gyte sammen med villaksen. Siden oppdrettslaksen gjennom generasjoner har blitt kunstig selektert til å leve i et oppdrettsmiljø, vil det være fare for at man får laks som er mindre tilpasset å leve i et naturlig miljø. Det er også fare for at sykdommer og/eller lus kan bli overført til villaksen. Oppdretterne er derfor lovpålagt å rapportere om rømming eller mistanke om rømming til Fiskedirektoratet.

Oppdrettsnæringens vanligste sykdomsproblem er lakselus, som er et parasittisk krepsdyr som finnes naturlig i saltvann. Overvåking har vist at dets omfang øker (Havforskningsinstituttet, 2021). I 2022 var antallet oppdrettslaks rundt 1 000 ganger større enn antallet villaks, noe som betyr flere verter og bedre forhold for lusen. Behandling av lakselus koster oppdrettsnæringen 5-10 milliarder i året. Legemidler har frem til 2015/16 vært den vanligste behandlingsmetoden, men hyppig bruk av legemidler som antibiotika har ført til at lusen har blitt mer resistent. For å bekjempe lakselus, har det derfor blitt vanligere med bruk av mekaniske fjerning som innebærer bruk av laser og børstning og spyling av fisken (Misund B., Kongsvik S. A., 2022). Utviklingen av de forskjellige metodene over tid kan ses i figur 4.



Figur 44: Avlusningsmetoder (Misund, 2022)

Havforskningsinstituttet overvåker mengden av lakselus som befinner seg i norske kyst- og fjordområder. Ifølge luseforskriften må selskapene selv måle antall lus på fisken, og det er pålagt at blir det sjekket for lakselus hver uke.

Trafikklyssystemet, et tiltak fra regjeringen for å bekjempe lakselusen, deler den norske kysten inn i 13 ulike produksjonsområder, hvor områdene får tildelt en farge basert på lakselusens påvirkning på villaksen. Fargen som blir tildelt hvert område bestemmer hvor mye produksjonen av laks kan vokse i dette område. Per 2022 er det åtte områder som har fått grønt lys og som derfor har mulighet til å øke produksjonen. Samtidig er det to områder på Vestlandet som har fått rødt lys på grunn av den negative effekten lakselusen har hatt på villfisken, og som derfor må redusere produksjonen (Nærings- og fiskeridepartementet, 2022).

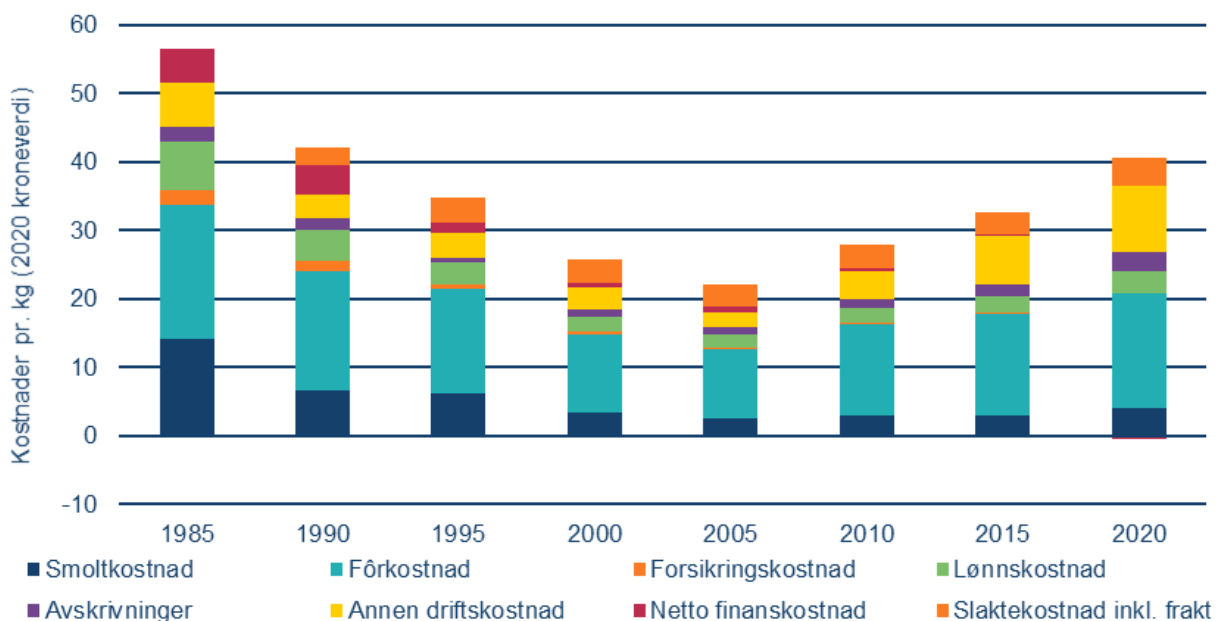
Man ser også flere utfordringer knyttet til økte temperaturer i havet:

- Lakselusen går gjennom flere stadier i sin livssyklus og fester seg ikke til fisken før den når sitt voksne stadium. Ved økende temperaturer i havet vil klekkefrekvensen til hunnlusen øke i tillegg til at den vil nå sitt voksne stadium raskere. Det er estimert at en temperaturøkning i havet fra 9 til 11 grader vil føre til en dobling av smittepress fra lakselusen (Sandvik A. D., 2022).
- Fisk er vekselvarme dyr som betyr at de har samme kroppstemperatur som deres omgivelser. Skulle temperaturen på overflaten av vannet bli veldig varmt som følge av en hetebølge, har oppdrettsfisken ingen mulighet til å svømme til kaldere områder, i motsetning til villfisken.

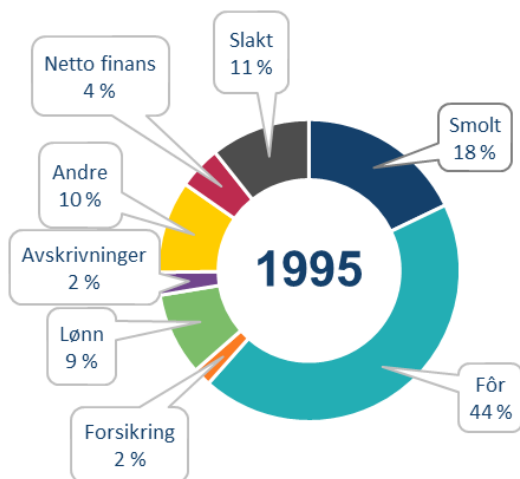
- Fisk har høy aerob kapasitet som gjør at de kan svømme veldig lenge uten å bli utmattet. Dette er viktig for at fisken skal kunne utføre sine nødvendige aktiviteter, som fordøyelse. Ved høye temperaturer øker fiskens energiforbruk og den har derfor behov for å spise mer, samtidig som den aerobe kapasiteten og dens evne til å fordøye mat, faller. Dette gjør at fisken slutter å spise ved temperaturer på over 20 grader og dør ved vedvarende temperaturer på over 22-23 grader.
- Rensefisk brukes ofte til å bekjempe lakselus på mindre laks, hvor to av de mest brukte artene er rognkjeks og berggyllt. Rognkjeksen klarer ikke å overleve i vedvarende temperaturer over 18 grader.

2.6 Produksjonskostnader

Økt erfaring og kunnskap, kombinert med innovasjoner innen genetikk, fiskefôr, fôringsutstyr, vaksineteknologi og merder har økt produktiviteten i oppdrett siden midten av 1980-tallet. I figur 5, som viser sammensetningen av produksjonskostnader fra 1985 til 2020, ser man en nedgang i produksjonskostnader som varte helt frem til midten av 2010-tallet. Den laveste gjennomsnittlige kostnaden var 22,08 kr per kg. Siden 2005 har kostnadene steget med 176% frem til 2020, som er en økning på ca. 7% per år (Misund, 2022). Dette har gjort at driftsmarginene til oppdretterne har krympet sammenlignet med 2005, noe som gjør at oppdretterne er avhengig av en stadig høyere laksepris.



Figur 5: Sammensetningen av produksjonskostnader 1985-2020 (Fiskeridirektoratet, 2021)



Figur 6: Fordeling av produksjonskostnader i 1995



Figur 7: Fordeling av produksjonskostnader i 2020

Figur 6 og 7 viser den prosentvise inndelingen av ulike kostnader som utgjør den totale produksjonskostnaden, på to forskjellige tidspunkt. Vi skal se nærmere på noen av postene for å prøve og forstå hvorfor produksjonskostnadene har vært økende siden 2005:

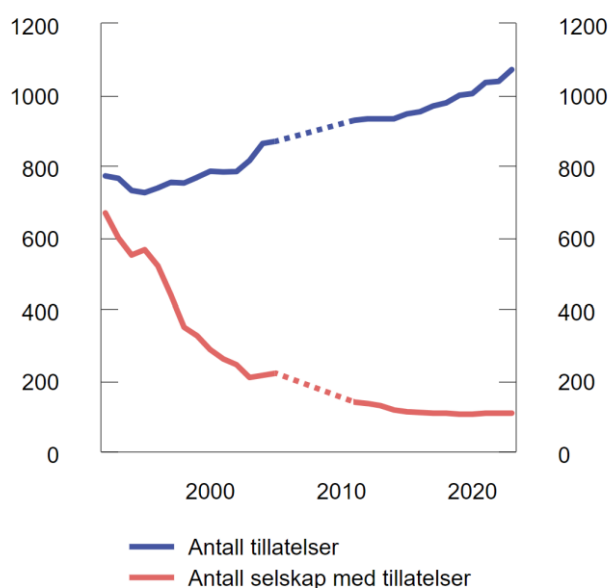
- **Fôr:** Prisen på grønnsaksbaserte ingredienser, som utgjør rundt 70% av fôret, har steget betydelig de siste årene, delvis på grunn av krigen i Ukraina. Det har også vært en kraftig svekkelse av NOK målt mot USD, som er den vanlige valutaen for disse råvarene. Dette har økt fôrkostnadene som står for rett under halvparten av de totale produksjonskostnadene.
- **Andre driftskostnader:** Inneholder kostnader som er knyttet til fiskehelse, miljø og vedlikehold. Den store økningen i denne posten kan forklares med en stor økning i det som går under navnet biologiske kostnader. Biologiske kostnader er kostnader knyttet til sykdom, stress, behandling, redusert tilvekst og dødelighet blant fisken. De vanligste biologiske utfordringene som oppdretterne møter er sykdom og lakselus. Man har i flere tilfeller observert at lusen har blitt resistent mot behandlingsmetoder. Etter den betydelige veksten av oppdrett langs den norske kysten, har det blitt observert langt flere tilfeller av lakselus på vill laksefisk. Dette er derfor en utfordring for videre bærekraftig vekst i oppdrettsnæringen. Skulle sykdommer og infeksjoner påvirke utseende til fisken, kan dette gå utover den oppfattede kvaliteten som kundene har til laksen og dette kan føre til at fisken må selges til lavere pris.

- Man har også sett en økning av gjennomsnittsvekten på dødfisk fra rundt en, til over to kg siden 2010 (Misund, 2022). Dette kombinert med de økte prisene på innsatsfaktorer fører til en forsterket økning av kostnadene som har vært en viktig driver av de totale produksjonskostnadene de siste ti årene.
- **Reguleringer:** Både direkte og indirekte har reguleringer ført til økte kostnader, og dette har bidratt til høye markedspriser for laks og oppdrett. Hensikten med reguleringene er å sørge for en bærekraftig utvikling i oppdrettsnæringen. Dette gjøres ved å dempe deres miljøutfordringer som rømming, lus, sykdommer osv. Regionale og nasjonale myndigheter har vist seg motvillige til å øke antallet lokaliteter. Dette er en viktig forklaring på hvorfor produksjonsveksten har vært lav, og derfor ikke holdt følge med etterspørselen det siste tiår. Kombinasjonen av strenge reguleringer for lus og aggressive avlusnings-tiltak fra oppdretterne, kan ha bidratt til at lusen har blitt mer resistent.
- **Avskrivninger:** Økninger i posten avskrivninger kan forklares med en sterk vekst i investeringer i ulike anlegg og driftsmidler, som igjen har gitt større avskrivninger og høyere krav til kapitalavkastning.

2.7 Tillatelse

For å drive med oppdrett i Norge kreves det eierskap av konsesjoner, ifølge akvakulturloven. Norge har mange reguleringer når det kommer til drift av oppdrett. Blant annet; mengde fisk i oppdrettsanleggene, utslipp og påvirkning av miljøet, rømming, antall lakselus, fisketrivsel, lokalisering av virksomhet, matloven, dyrevelferdsloven og forurensingsloven. Tidligere måtte man ha en lokal tilknytning til oppdrettsanleggene, og en fikk maks ha en tillatelse per selskap. Denne reguleringen ble fjernet i 1991 (Finansdepartementet, 2022).

Aktører i Norge må ha tillatelse til produksjon av bestemte arter i bestemte områder. Tillatelsene blir avgrenset i maksimalt tillat biomasse (MTB), som er et mål på antall tonn med fisk man kan inneha i merdene til enhver tid (Finansdepartementet, 2022). Det finnes kun et begrenset antall konsesjoner og samtidig er det mange oppdrettsselskap som ønsker å øke sin konsesjonskapasitet. Dette har ført til høye priser på tillatelser og oppkjøp av mindre selskaper (Nøstbakken & Selle, 2019).



Figur 8: Antall matfisketillatelser og antall selskaper med tillatelse 1994-2023 (Finansdepartementet, 2022)

Oppdrettsnæringen har siden 90-tallet vært preget av en sterk konsolidering som har ført til færre og større oppdrettsselskaper. Næringen gikk fra 1000 oppdrettsselskaper i Norge i 1990 til rundt 150 i 2023, dette viser figur 8. De 10 største oppdretterne står for om lag 70% av all lakseproduksjon i Norge.

2.8 Konkurrenter

I denne analysen avgrensner vi konkurrentene til de største aktørene på Oslo Børs. Oslo Børs innehar mange lakseoppdrettere som er ledende i verden. Tabell 1 viser de største lakseoppdretterne lokalisert i Norge, målt etter markedsverdi. SalMar er den nest største innenfor denne næringen på børsen og derfor sammenligner vi SalMar med de store aktørene.

Selskap	Markedsverdi (mNOK)
Mowi	91 503
SalMar	58 201
Lerøy	33 482
Grieg Seafood	9 632

Tabell 1: Tall hentet 16.1.23 (Euronext, 2023)

Mowi er verdens største lakseoppdretter, og ble opprettet i 1964 (Mowi, 2023). De har forskjellige oppdrett spredd over hele verden. Mowi er tidligere kjent som Marine Harvest, og ble børsnotert i 1997.

Lerøy Seafood er det fjerde største lakseoppdrettselskapet på Oslo børs, og ble opprettet i 1899. Lerøy driver oppdrett langs norskekysten, og produserer både i Norge og andre plasser i Europa (Lerøy Seafood, 2023).

Grieg Seafood er det femte største lakseoppdrettselskapet på Oslo børs, og ble opprettet i 1992. Grieg Seafood sin drift befinner seg i Finnmark, Rogaland og Canada, og har sitt hovedkontor i Bergen. Grieg Seafood ble børsnotert i 2007 (Grieg Seafood, 2020).

3 SalMar

I løpet av 2022 ble SalMar verdens nest største produsent av oppdrettslaks, og de oppnådde en omsetning på 20,1 milliarder NOK og et slaktevolum på 211 600 tonn (SalMar, 2023).

Selskapet driver per 2023 oppdrettsaktiviteter i Norge, Skottland og Island og eier konsesjoner som utgjør en total MTB på rett under 190 000 tonn laks. I tillegg satser de på havbasert oppdrett.

SalMar ble grunnlagt i 1991 av Gustav Witzøe, og startet med bearbeiding av frossen fisk som hovedvirksomhet. Selskapet ble etablert i Sør-Trøndelag som et oppkjøp av et konkursbo, og i starten hadde de rundt 11 ansatte. I 1992 kjøpte selskapet to konsesjoner for lakseoppdrett i Midt-Norge. Kverna Holding ble i 1997 eneeier av selskapet.

I perioden 2005 til 2010 økte det totale slaktevolumet fra 35 000 til 79 000 tonn. Det ble satt økt fokus og innsats på de aktivitetene som ble sett på som deres kjernevirksomhet – oppdrett, slaktning og foredling av laks. Delene av virksomheten som ikke ble betraktet som kjernevirksomhet ble solgt ut.

I 2006 solgte Kverna Holding AS 42,6 % av selskapets aksjer til norske og utenlandske investorer. Året senere ble SalMar notert på Oslo Børs hovedliste og selskapet gjorde flere oppkjøp av andre selskap, som sikret selskapet en rekke konsesjoner.

I perioden 2011 til 2018 økte det totale slaktevolumet fra 104 000 til 159 000 tonn.

InnovaMar, et anlegg for effektiv bearbeiding av laks, ble ferdigstilt i 2011. I 2016 fikk

selskapet tildelt de åtte første utviklingstillatelsene for havbruk til Ocean Farming AS (SalMar, u.d.a.).

SalMar eier 51% av Icelandic Salmon AS, som eier 100% av Amarlax Ehf, og er Islands største lakseoppdretter, med en kapasitet på 23 700 tonn MTB. SalMar eier også 50% av Norskott Havbruk AS, som eier 100% av Scottish Sea Farms Ltd som er Storbritannias nest største produsert av laks (SalMar, u.d.b.). I 2022 gjennomførte SalMar et oppkjøp av oppdrettsselskapet NTS, NRS og SalmoNor som førte til en økning i deres MTB på 19 635 tonn i Midt-Norge og 30 814 tonn i Nord-Norge.

3.1 Aksjekursutvikling og eierstruktur

SalMar har vært notert på Oslo Børs siden 2007 og aksjeprisen har steget 985,81 %. Dette gir selskapet en markedsverdi på 58 milliarder kr (per 12.01.2023). I figur 9 kan en se utviklingen i aksjekursen til SalMar siden selskapet ble notert på børsen. Oslo Børs har steget 250 % i samme periode, og Oslo Seafood Index har steget 747 % (Euronext, 2023). Dette betyr at sjømatsektoren har gitt en veldig bra avkastning relativt til selskaper på Oslo Børs, og at SalMar er ett av de selskapene som har prestert best i perioden. Høsten 2022 falt aksjekursen kraftig på grunn av forslaget om en grunnrenteskatt på 40%.



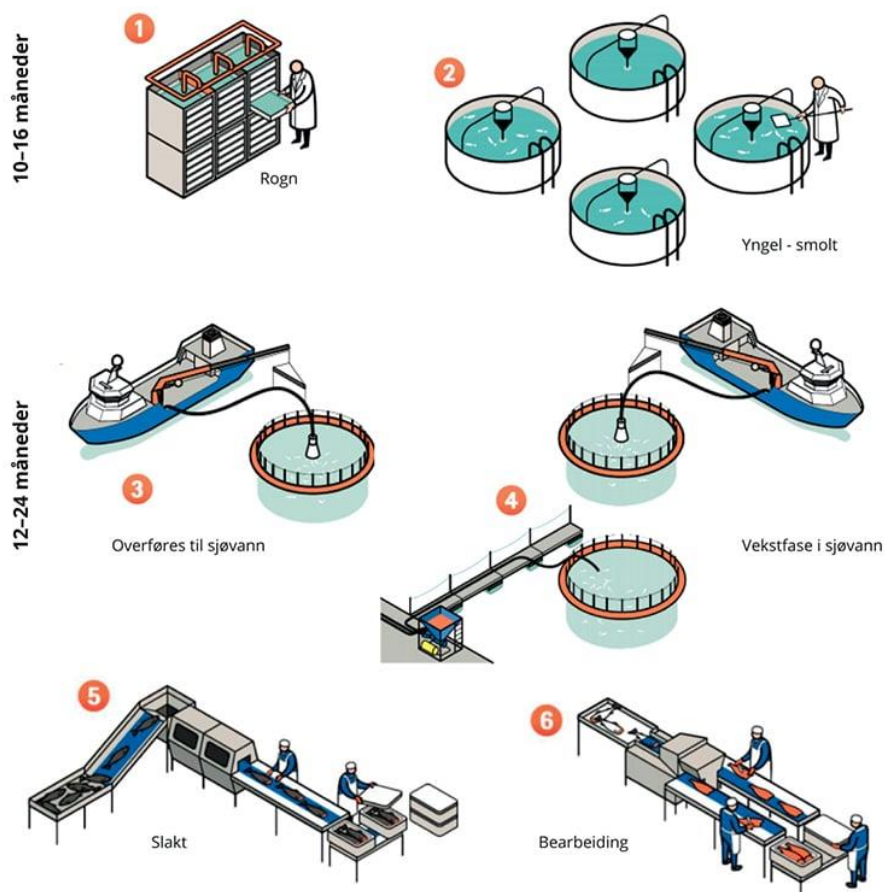
Figur 9: SalMars aksjekurs siden notering på Oslo Børs

Den største eieren av selskapet er Kverva Industrier som har en eierandel på 41,27%. Kverva er et privateid norsk investeringselskap som ble startet som et holdingselskap av SalMar i

1991. I 2006 solgte Kverva deler av selskapet til finansielle investorer. Kverva eies av Gustav Witzøe og hans sønn, Gustav Magnar Witzøe. Nest største eier er NTS ASA med 9,43 %, og tredje største eier er folketrygdfondet med 3,91%.

3.2 Virksomhetsområder og Verdikjede

Figur 10 viser oppbygningen av den generelle verdikjeden til oppdrettsnæringen. Det er i dag vanlig i oppdrettsnæringen at selskapene er etablert i hele verdikjeden fra produksjon av rogn, til salg og eksport. De deler sine virksomheter inn i fire forskjellige områder: Yngel og Smolt – Settefiskproduksjon; Oppdrett; Slakting, Pakking og Foredling (VAP); Salg og Distribusjon. Andre viktige innsatsfaktorer som ikke er nevnt i modellen omfatter avl og genetikk, vaksine, fôr, brønnbåt og øvrig utstyr.



Figur 10: Verdikjede (Mowi, 2021)

Prosessen begynner med klekking av plommeseekkyngel i ferskvann. Normalt tar det 8 til 18 måneder før smolten er klar til å overføres til sjøvann. I det siste har det blitt vanligere å holde smolten lengre i på land i brakkvann eller sjøvann for å redusere sjøfasen, slik at man får en høyere tillatelsesutnyttelse i sjø. Større smolt er utsatt for parasitter og sykdommer i kortere tid og kan derfor bidra til å øke velferden og helsen til fisken. Bakdelen er at den landbaserte produksjonen er mer energikrevende, og derfor dyrere. SalMar produserer yngel og smolt i Trøndelag, og i Troms og Finnmark. Denne produksjonen går med til å forsyne egne matfiskanlegg, og ett anlegg for rognkjeksproduksjon. Anlegget for rognkjeksproduksjon har en kapasitet på ca. 3 millioner rognkjeks.

Neste del av prosessen kalles ofte for sjøfasen eller matfiskfasen, hvor smolten plasseres ut i sjømerder i sjøvann. I denne fasen er det spesielt viktig at miljøforholdene holder seg gode gjennom hele perioden for at fisken skal holde seg frisk. Blant annet er det viktig å opprettholde et oksygenrikt vann, med riktig vanntemperatur, saltholdighet og lys. Tilgang på sjøareal med gode forhold er derfor viktig for oppdrettsselskap, slik at de får et konkurransefortrinn. Oppdrettsproduksjonen til SalMar foregår i Midt- og Nord-Norge. Gunstige temperaturer hele året, og god utskifting av vann ved hjelp av Golfstrømmen gir utmerket forhold til å drive fiskeoppdrett, og forhold som er vanskelig å finne i andre deler av verden.

Når fisken har vokst til den ønskede størrelsen i sjøen, er neste fase slakting og sløyning av fisken. SalMar har gjort investeringer i en egen foredlingsvirksomhet, som er tett knyttet til oppdrettsvirksomheten. Dette er for å oppnå skalafordeler, fleksibilitet, lokal verdiskapning og utnyttelse av hele fisken. Laksen som produseres selges så av SalMars eget salgssapparat og/eller gjennom samarbeidspartnere. SalMar har i dag kunder i mer enn 50 forskjellige land, der den største delen er fra Europa.

3.3 Havbasert Oppdrett

Organisasjonen for økonomisk utvikling og samarbeid (OECD) forventer i sin rapport «The Ocean Economy in 2030» at havøkonomien vil doble sin andel av den globale verdiskapningen innen 2030 (Nærings- og fiskeridepartementet, 2022, s. 6). For å ta del i denne store verdiskapningen, er det en nødvendighet at det utvikles nye teknologier som kan redusere oppdrettsnæringens miljøutfordringer. Det er samtidig vanskelig å få tak i tillatelser

til nyetablering på tradisjonelle områder. SalMar har i denne sammenheng utviklet et anlegg som tar i bruk mer åpne havområder til oppdrett (Ocean Farming, 2020).

Det finnes flere fordeler med slike eksponerte lokaliteter. Blant annet bedre vannkvalitet som følge av en hyppigere sirkulering av vannstrømningene, som gir tilstrekkelig oksygenmetning i vannet, samt effektiv transport og fortykning av avfallsstoffer. Man unngår i tillegg at oppdrettsfisken forstyrrer det lokale økosystemet og interessekonflikter med andre aktiviteter i fjordene. Ocean Farming, er et datterselskap av SalMar, som i 2016 ble tildelt historiens første konsesjoner for havbasert oppdrett. Prosjektet har mottatt subsidier fra regjeringen gjennom Innovasjon Norge.

Havbasert oppdrett er en relativt ny og lite testet teknologi. Teknologien må derfor bevise at den kan tåle utfordringene som blir forårsaket av mer ekstreme værforhold (Hvas, N., 2019). Fiskens biologiske behov, og dens velferd bør være høyt prioritert. Derfor blir det viktig å finne ut om fisken faktisk trives med sterkere strømmer i havet. Som nevnt tidligere under miljøutfordringer har fisken en svært god aerob kapasitet, men vil kunne bli utmattet ved for sterke strømninger. Da vil fisken ikke kunne fordøye nok mat, som kan føre til redusert vekst. Man ser også at renseskald, som blir brukt til biologisk bekjempelse av lakselus, ikke er like god til å svømme som atlantisk laks, og derfor vil den klare seg dårligere i kraftigere strømmer.

4 Skattesystemet og grunnrenteskatt

I denne oppgaven er formålet å se på hvordan SalMar blir påvirket av innføringen av grunnrenteskatt. For å kunne undersøke effektene av en slik skatt, er det viktig å ha god innsikt i skattesystemet og hvilken utforming skatten har. Dette kapittelet vil omhandle utformingen av grunnrenteskatt. For at kapittelet skal kunne gi en god forståelse av skattegrunnlaget for særskatten, vil kapittelet avgrense hvilke inntekter som er grunnrenteskattpliktig. I tillegg vil kapittelet avgrense kostnadene og avskrivningene som er fradragsberettiget.

4.1 Skattesystemet

Norges skattesystem har flere formål, skattesystemet skal finansiere samfunnets utgifter, og systemet skal utjevne forskjellen mellom de som har høy inntekt og de som har lavere inntekt (Skar, 2022). Forskjellene blir mindre fordi de med høyest inntekt må betale mer skatt enn de som har lav inntekt. I tillegg brukes også skattesystemet til konjunkturregulering, korrigere markedssvikt, fremme effektiv ressursbruk og til å påvirke miljø- og helseskadelig adferd.

Velferdsstaten Norge blir finansiert gjennom skatte- og avgiftsinntekter (NOU 2019: 18, s. 83). For at økonomien skal ta minst mulig skade av skattene og avgiftene bør de hentes inn effektivt. Privatpersoners- og bedrifters adferd er lett påvirkelige, og blir i stor grad påvirket av skatter og avgifter, dette blir kalt vridende skatter. Vridende skatter, for eksempel bruttoskatter, påvirker økonomien i et land fordi de fører til et samfunnsøkonomisk tap, dette kommer som en følge av at både konsumenter og produsenter endrer adferd, fra det som ville vært samfunnsøkonomisk optimalt. Det danner seg derfor et skille mellom etterspørselen og den samfunnsøkonomiske optimale produksjonen. Det samfunnsøkonomiske tapet realiseres ved at et investeringsprosjekt som er lønnsomt før skatt, ikke lengre er det etter skatt. Dette vil derfor føre til at investeringsprosjekt som er samfunnsøkonomiske ikke blir gjennomført.

Nøytral skatt er skatt som ikke påvirker beslutningen til bedrifter og personer, og denne skatten fører derfor ikke til et samfunnsøkonomisk tap (NOU 2019: 18, s. 100). En nøytral skatt vil gjøre at en investering som både er lønnsom før skatt også vil være det etter skatt, og vice versa. Teoretisk sett vil det være mulig å utforme en grunnrenteskatt som er nøytral. En ideell kontantstrømskatt er et eksempel på en nøytral skatt.

Skattesystemet kan også brukes til å korrigere markedssvikt. Da blir effektivitetsfremmende skatter benyttet, og denne typen skatt vil kunne føre til at en får en mer effektiv ressursbruk (NOU 2019: 18, s. 83). Dersom en privatperson eller bedrift påfører samfunnet kostnader uten at de selv dekker kostnadene (negative eksternaliteter), vil det være en form for markedssvikt. For å forene de negative eksterne virkninger med prisen, kan skatter og avgifter som er effektivitetsfremmende brukes. Dersom skattene og avgiftene er utformet korrekt, vil det kunne føre til et samsvar mellom produksjonskostnadene og prisene, og dermed samfunns- og bedriftsøkonomisk optimal tilpasning. Eksempelvis vil det å gjøre miljøskadelige aktiviteter

dyrere gjennom miljøavgifter, føre til at aktiviteten som er miljøskadelig blir mer kostbar. Dermed vil da den reelle samfunnsøkonomiske kostnaden bli priset inn i sluttprisen.

4.2 Grunnrente

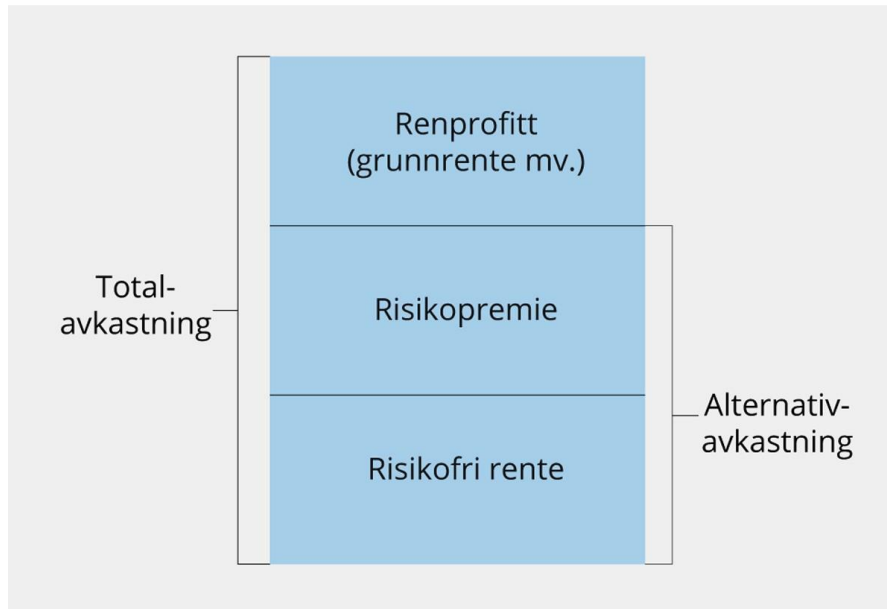
Grunnrente ble først introdusert som en teori av den britiske samfunnsøkonomien David Ricardo. Den tyske samfunnsøkonomen Johann H. Von Thunen var den som først pekte på hvor viktig avstanden fra markedet var for grunnrenten (Thomassen & Semet, 2022). Grunnrente er en økt inntekt som kommer fra eierskapet til forskjellige naturressurser, eksempelvis jord, skog, hav og olje. Grunnrente stammer fra det engelske uttrykket «ground rent» som har opphav fra inntekt som er knyttet til eierskap av jordbruksjord. Uttrykket omhandlet kompensasjonen som ofte ble gitt jordeieren fra den som drev jorden, på norsk blir det kalt forpaktningsavgift eller jordleie.

I de siste tiårene fra ca. 1980-årene har grunnrentebegrepet blitt hyppigere og hyppigere brukt knyttet til inntektene staten får fra statens eierskap i naturressurser (Thomassen & Semet, 2022). Staten fordeler selv konsesjoner, som innebærer tillatelse av bruk på forskjellige naturressurser. Staten får en stor inntekt gjennom forskjellige skatte- og avgiftsordninger, i tillegg har staten også eierskap i noen konsesjonsselskaper som gir inntekt til staten. Tidligere har dette spesielt innebært olje og gass.

Inntektene Norge har fått gjennom avgifter og skatter på olje og gass har hjulpet landet til å bli den velferdsstaten Norge er i dag. Olje- og gass sektoren har svært høye inntekter i naturressurs-utvinning, og høyere avkastning enn ellers i økonomien. Dette har ført til at en har fått høyere avkastning på investeringer enn ellers i økonomien. Denne typen avkastning kalles superprofitt, merfortjeneste eller renprofitt.

Figur 11 dekomponerer totalavkastningen til risikofri rente, risikopremie og renprofitt. Risikofri rente tilsvarer den risikofrie avkastningen som en kan få ved å investere i en risikofri investering (NOU 2019: 18, s. 90). Risikopremien er en kompensasjon man får for å bære risikoen i markedet. Risikopremien vil tilsvare den systematiske risikoen fordi denne risikoen vil en ikke kunne diversifisere bort, en veldiversifisert investor vil kunne diversifisere vekk den usystematiske risikoen. Renprofitt vil være den avkastningen en får på en investering som er høyere enn alternativavkastningen (en meravkastning). Alternativavkastningen tilsvarer

avkastningen en investor kunne fått på en investering med tilsvarende risiko. For en investering med risiko er alternativavkastning risikofri rente pluss risikopremie. Dette blir også omtalt som normalavkastning. Renprofitt benyttes om avkastningen på en investering i tillegg til investorers alternativavkastning.



Figur 11: Dekomponering av totalavkastning (NOU 2019: 18, s. 90).

4.3 Grunnrente i Norge

De norske myndighetene jobber aktivt for å sikre at superprofitten som oppstår ved bruk av norske naturressurser skal tilfalle den norske staten (Thomassen & Semet, 2022). Et tiltak for å oppnå dette er å benytte grunnrenteskatt. Men det er vanskelig å vite hvor en bør innføre grunnrenteskatt, fordi superprofitt vil variere på grunn av flere faktorer, som f.eks. plassering, mengde, og pris, og dette gjør d

I 2022 kom det som et sjokk for interessentene til lakseoppdrett, da regjeringen varslet innføring av grunnrenteskatt også for oppdrettsnæringen, med begrunnelse av at de som benytter seg av norske fjorder for å tjene penger.

I Norge er grunnrenteskatter en særskilt skatt som er laget for å sikre superprofitt fra salg av norske naturressurser for fellesskapet (Thomassen & Semet, 2022). I tillegg til denne skatten blir aktørene i slike industrier pålagt andre skatter og avgifter som også kan være begrunnet

av naturressurser. Det finnes også andre ordninger som sørger for grunnrenteinntekter til staten uten at de nødvendigvis blir kalt skatt, f.eks. direkte statlig eierskap til petroleumsressurser, og offentlig eierskap i vannkraft. I petroleumssektoren prøver staten å sikre en stor del av superprofitten gjennom en særskatt på petroleumsproduksjon, dette er en kontantstrømskatt som gir fradrag for sokkelinvesteringer (Petroleumsskatteloven, 2022, § 1-5). I tillegg gis det fradrag for en begrenset selskapsskatt i særskattegrunnlaget, for å sørge for at skatten er nøytral. Derfor ble særskattesatsen oppjustert fra 56%, til 71,8% for å opprettholde en samlet skattesats på 78%. En stor del av statens kontantstrøm fra petroleumsvirksomhet kommer fra denne særskatten. Denne skatten i tillegg til direkte eierskap gjennom SDØE og Equinor, har vært de viktigste bidragsyterne for oppbyggingen av Statens pensjonsfond utland.

4.4 Grunnrenteskatt på havbruk

Det har blitt dokumentert at Norge har et godt klimatisk utgangspunkt for effektiv produksjon av fiskeoppdrett (NOU 2019: 18, s. 65). Med dagens åpne merdbaserte teknologi er det kun et begrenset antall steder i verden hvor de naturgitte forholdene muliggjør effektiv produksjon av laks i sjø.

Utgangspunktet for forslaget om grunnrenteskatt bygger på havbruksnæringen benytter seg av naturressurser som tilhører fellesskapet for å motta økonomisk avkastning (NOU 2019: 18, s. 118). Regjeringen mener derfor at en andel av inntektene som skapes ved å benytte ressursene bør tilfalle fellesskapet. Forslaget omhandler i praksis inntektene som skapes ved produksjon av laks, ørret og regnbueørret. Forslaget fra våren 2023 innebærer at overskudd over et bunnfradrag på 70 millioner (før skatt), skal skattlegges med en sats på 35% i tillegg til selskapsskatten på 22% (Knudsen, Stensland & Hagmansen, 2023).

4.5 Argumenter for grunnrenteskatt i havbruk

Finansdepartementet bygger forslaget om grunnrenteskatt på norsk havbruk, hovedsakelig på følgende argumenter:

- Inntekten i næringen kommer i stor grad fra avkastningen av en ressurs som historisk har vært gratis eller sterkt rabattert, altså havlokaliteten og konsesjoner (Vennemo & Bjerkmann, 2018, s. 9).

- Det har i flere år vært superprofitt i næringen. De siste 10 årene har avkastningen i denne næringen vært i gjennomsnitt tre til fire ganger høyere enn i industrien (Prop. 78 LS (2022-2023), s. 6).
- Næringen belaster havmiljøet, og belastningen er en form for en negativ ekstern effekt, som skal beskattes med en vridende miljøskatt.
- Nøytrale skatter påvirker ikke selskapets investeringsbeslutninger, og målet med skatten er at den skal være en effektiv beskatning som er nøytral. Dette vil derfor ikke føre til et effektivitetstap (tap for samfunnet ved at samfunnsøkonomiske investeringsprosjekter ikke blir gjennomført).
- En inntekt fra grunnrenteskatt på havbruk kan føre til mindre behov for andre vridende skatter, som kan redusere det samfunnsøkonomiske effektivitetstapet de sistnevnte skattene har.
- Grunnrenteskatt tilpasser seg automatisk overskuddet i næringen.

4.6 Argumenter mot grunnrenteskatt i havbruk

Oppdrettsselskapene er ikke fornøyd med forslaget om innføring av grunnrenteskatt på havbruk. Oppdrettsselskapene bruker blant annet følgende argumenter for hvorfor det er en dårlig ide:

- De som allerede har etablert seg har vært villig til å ta en risiko, det har vært usikkert knyttet til driften og utviklingen. Derfor vil den høye inntekten vi ser i havbruk, være den oppsiden av risikotakningen som ble gjort, og ikke nødvendigvis grunnrente (Vennemo & Bjerkmann, 2018, s. 10).
- Optimalt sett skal grunnrenteskatt bli innført før investeringsbeslutningen blir tatt, og den skal være nøytral slik at den ikke påvirker beslutningen, eller risikoen. En grunnrenteskatt på havbruk vil bli innført når produksjonen allerede er i gang, derfor kan det sees på som en ekstrabeskatning etter en allerede vellykket risikotaking. Dette kan derfor ødelegge for avkastningen av risikotakningen. Det er derfor viktig å se på forskjellen mellom å allerede ha grunnrenteskatt, og der det ikke er innført.
- I noen tilfeller kan det virke som avkastningen av investeringer i innovasjon er det som blir omtalt som grunnrenten (Vennemo & Bjerkmann, 2018, s. 11).
- Havbruk blir kraftig påvirket av innovasjon slik som de fleste industrier blir, og dette fører til at man kan gjøre produksjonen større enn hva en forventet. Det finnes stor variasjon i hvor stor grad en innovasjon påvirker, og noen kan ta større utbytte av en

innovasjon enn andre. Dette kan føre til at noen får større grunnrente enn andre, og dette kan føre til at vi får endra grunnrentebilde. Det vil være svært vanskelig å skille mellom avkastningen av innovasjon og grunnrente som bør skattlegges ekstra.

- Grunnrenteskatt kan føre til at virksomhetene flytter selskapene sine ut av landet, eller flytter investeringene.

4.7 Fastsettelse av grunnrenteskattepliktig inntekt.

Grunnrenteskatt vil bli utformet som en kontantstrømskatt, dette betyr at inntekter og investeringer skattlegges løpende igjennom år de genereres (Finansdepartementet, 2022). Inntektene baseres på markedsverdi på merdkanten, som selskapet selv setter for 2023. Fra 2024 er planen å opprette et uavhengig prisråd. Grunnrenteskatt på havbruk vil bli beregna etter at selskapsskatten er blitt beregnet. Regjeringens forslag fra 2023 foreslår å sette grunnrenteskatt til 35% (Prop. 78 LS (2022-2023), s. 5). Dette innebærer da at selskapsskatten pluss en effektiv grunnrenteskatt på 35%, vil føre til en samlet effektiv marginalsatt på 57% (22%+35%).

Selskapene vil kunne få fradrag for investeringer som benyttes i sjøfasen (Prop. 78 LS (2022-2023), s. 8). Det vil ikke bli mulig å få fradrag for vederlag for matfisktillatelsen eller kostnader pådratt ved ervervelsen, med unntak for auksjonene i 2020. Det vil være mulig å fradragsføre avskrivningene på gjenstående skattemessige verdier for driftsmidler ervervet før grunnrenteskatt ble innført.

Finansdepartementet har foreslått et bunnfradrag på 70 millioner kroner, som skal føre til at bare selskaper med betydelig overskudd vil betale grunnrenteskatt (Knudsen, Stensland & Hagemansen, 2023). Bunnfradraget vil bli tildelt på konsernnivå, og vil bli gitt i form av at en vil beregne en gjennomsnittlig fortjeneste per tonn, som dermed kan trekkes fra i positiv grunnrenteinntekt. Ved negativ grunnrenteinntekt, vil inntekten fremføres med rentetillegg og skatteverdien av negativ grunnrenteinntekt ved opphør vil utbetales (Prop. 78 LS (2022-2023), s. 7).

Finansdepartementet har også foreslått å øke produksjonsavgiften til 90 øre per kilo, og naturressursskatt blir ikke foreslått (Prop. 78 LS (2022-2023), s. 8). Krone for krone kan denne produksjonsavgiften trekkes fra i fastsatt grunnrenteskatt. Det vil si at hvis SalMar ikke

går under bunnfradraget, vil de kunne trekke denne produksjonsavgiften ifra grunnrenteskatt, og dermed blir de ikke belastet for både produksjonsavgiften og grunnrenteskatt.

5 Verdsettelse

Verdivurderinger brukes til en rekke ulike formål, noen eksempler er kjøp og salg av virksomheter, investeringsanalyser, aksjehandel og regnskapsmessige formål (Kaldestad & Møller, 2011, s. 17). Det finnes tre vanlige tilnærminger til verdsettelse av selskaper: fundamental (inntjeningsbasert tilnærming), komparativ (markedsbasert tilnærming) og opsjonsbasert verdsettelse (Damodoran, 2012, s. 11). Modellene varierer i kompleksitet, og benytter seg av ulike forutsetninger i verdivurderingen. Fundamental verdsettelse er den vanligste formen for verdivurdering av prosjekter og selskaper, og vi anvender derfor denne modellen.

I dette kapittelet presenterer vi detaljrikt verdsettelsesmodellen vi skal benytte oss av for å undersøke hvilken effekt grunnrenteskatt får på verdien av oppdrettsselskapet SalMar.

5.1 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse baserer verdsettelsen på nåverdien av de forventede fremtidige kontantstrømmer. Vi vil bruke strategiske analyser av de eksterne og interne forholdene bedriften vil stå overfor i fremtiden i prognosene vi lager for selskapets forventede fremtidige kontantstrømmer. De eksterne forholdene blir analysert gjennom «Porters fem krefter», mens de interne blir belyst gjennom en VRIO-analyse. Analysene vil gi informasjon om selskapet, og hvordan deres prosess med verdiskapning gjennomføres, i tillegg vil det bli belyst hvordan verdiskapningen til selskapet blir påvirket av endringer i markeder. Det vil også være viktig å gjennomføre en regnskapsanalyse, som inneholder nøkkeltallsanalyser. Dette vil danne et godt utvalg for å predikere fremtidige kontantstrømmer. For å gjennomføre en fundamental verdsettelse er det viktig å gjøre gode prognoser for de fremtidige kontantstrømmene.

5.2 Tilnærminger til fundamental verdsettelse

Normalt skiller en mellom to forskjellige tilnærminger til fundamental verdsettelse, totalkapitalmetoden (FCFF- Free Cash Flow to the Firm) og egenkapitalmetoden (FCFE- Free Cash Flow to Equity) (Damodoran, 2012, s. 380-382).

Totalkapitalmetoden diskonterer forventede kontantstrømmer til selskapet. Kontantstrømmen en diskonterer, er kontantstrømmen etter en har trukket fra operasjonelle kostnader og investerings- og skattekostnader. Modellen benytter «unlevered» kontantstrøm, dette betyr at kontantstrømmen ikke tar hensyn til gjeldskostnader. Kontantstrømmen blir diskontert med et vektet snitt av egenkapital og gjeld (WACC) (Hargrave, 2022). Deretter estimeres verdien av egenkapitalen ved å trekke fra netto finansiell gjeld. Videre divideres verdien på egenkapitalen med antall aksjer for å finne aksjeverdien.

Egenkapitalmetoden benytter seg av den diskonterte forventede kontantstrømmen til egenkapitalen for å verdsette egenkapitalen (Damodoran, 2012, s. 380-382). Dette er kontantstrøm etter operasjonelle kostnader, investeringskostnader, skatt og gjeldskostnader. Modellen benytter seg av «levered» kontantstrøm, dette betyr at kontantstrømmen tar hensyn til gjeldskostnadene og derfor blir ikke gjeld tatt hensyn til i avkastningskravet. Dette gjør at avkastningskravet blir basert på kostnaden til egenkapitalen, og forskjellen fra totalkapitalmodellen er at en ikke tar hensyn til gjelden i avkastningskravet.

Totalkapitalmetoden og egenkapitalmetoden benytter seg av ulike kontantstrømmer og diskonteringsfaktorer, men ved konsistent bruk vil begge metodene verdsette egenkapitalen likt. Resultatet av verdsettelsen avhenger av hvor godt en kan estimere de fremtidige kontantstrømmene. Analysen er svært sensitiv ovenfor faktorene: driftsmargin, vekst og avkastningskrav.

Bruk av totalkapitalmetoden vil være best dersom en skal verdsette selskaper som enten har lite eller mye gjeld, eller som har regelmessige endringer i kapitalstrukturen (Damodoran, 2012, s. 386). Kontantstrømmen før rentekostnaden er vanligvis mindre volatil enn kontantstrømmen etter rentekostnaden. Egenkapitalmetoden vil være mer volatil for forutsetningen knyttet til risiko og vekst. I havbruksnæringen er det derimot svært sjeldent at

en finner selskaper med lav egenkapitalandel. Næringen krever en sterk egenkapital for å være godt rustet mot dårlige tider.

5.3 Totalkapitalmetoden

Vi velger å benytte oss av FCFF-modellen, også omtalt som totalkapitalmodellen, dette er fordi den passer beskrivelsen til selskapet best. SalMar har i utgangen av 2022 38,346 milliarder i gjeld, og totalkapitalmodellen passer best dersom en skal verdsette et selskap med mye gjeld. Den frie kontantstrømmen til selskapet viser den tilgjengelige kontantstrømmen justert for skatt, investeringer, avskrivninger og endring i arbeidskapital.

Verdsettelsesformelen vi benytter oss av for å verdsette totalkapitalen, er på generelt grunnlag og tar utgangspunkt i at selskapet når “steady state” etter n år, og deretter har stabil vekst g , denne blir vist i formel 1.

$$\text{Verdien til selskapet} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC_{hg})^t} + \frac{\left(\frac{FCFF_{n+1}}{WACC_{st} - g_n}\right)}{(1 + WACC_{hg})^n}$$

Formel 1: Verdien til selskapet (Damodoran, 2012, s. 385-386):

Der:

$FCFF_t$ = Free cash flow to firm in year t

$WACC$ = Weighted average cost of capital

g = Vekst

st = Stabil vekst

hg = Høy vekst

Verdien av selskapet er summen av den frie kontantstrømmen til totalkapitalen ($FCFF$), ved tidspunkt t , diskontert med den gjennomsnittlige kapitalkostnaden etter skatt. Normalt vil verdien av selskapet være summen av to regnestykker. Det første er en periode på 1-5 år hvor det er høy vekst, mens det andre regnestykket benytter seg av en stabil vekst og beregner sluttverdien (terminal value) til selskapet etter årene med høy vekst. Når selskapet har stabil vekst vil det være normalt å si at selskapet er i «steady state», og da benyttes en vekst som er konstant for evig, g .

5.3.1 Terminalverdi

Metoden vi bruker for å verdsette selskapet diskonterer fremtidige estimer av hvert års kontantstrøm. Det er ikke mulig å modellere og diskontere årlige kontantstrømmer til evig tid. Vi anvender derfor to-steps-modellen som deler kontantstrømprofilen i to deler, en første fase med årlige kontantstrømmer hvert år i en periode på 5-10 år, og fase to hvor en terminalverdi beregnes ut fra forventede kontantstrømmer til evig tid. Beregning av terminalverdi forutsetter at selskapet vil ha stabil vekst, og at denne veksten vil være lik evig. En viktig antagelse er at veksten ikke kan overstige vekstraten i økonomien. Dette ville ført til at selskapet ble større enn hele økonomien i landet. Terminalverdien er en del av det andre leddet for å verdsette et selskap, formelen for terminalverdi blir vist i formel 2.

$$Terminalverdi_n = \frac{FCFF_{n+1}}{WACC - g}$$

Formel 2: Terminalverdi (Damodoran, 2012, s. 306).

Der:

$n = \text{år}$

5.3.2 Vekst

Som nevnt i delkapittel 5.1. fundamental verdsettelse blir verdsettelsen basert på nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene. Estimater for veksten i de fremtidige kontantstrømmer er derfor helt avgjørende for en fundamental verdsettelse. Selskaper som enda ikke har hatt positive kontantstrømmer kan være høyt verdsett fordi selskapet er tilknyttet en forventning om fremtidig vekst. Vanligvis kan veksten estimeres på tre måter:

- Analytikere sine estimat: Analytikere følger med på selskapets egne estimer. Dette vil derimot føre til at verdsettelsen blir basert på andres forutsetninger.
- Historisk vekst: Dette vil derimot ikke være særlig bra fordi det ikke forteller om fremtidig vekst, og man er avhengig av historisk vekst.

- Fundamental vekst: Skiller vekst i totalkapitals- og egenkapitals inntjeningen. Veksten til totalkapitals inntjeningen beregner veksten i driftsresultatet. Man ser da på hvor mye en reinvesterer i selskapet, og hva avkastningen på investert kapital er. Veksten til egenkapitals inntjeningen drives av hvor stor netto inntekter som blir beholdt i selskapet, og avkastningen selskapet får på egenkapitalen.

5.4 Kontantstrømmen til totalkapitalen

Den mest brukte modellen for å finne den frie kontantstrømmen til selskapet viser driftsresultatet til selskapet justert for skatt, investeringer, avskrivninger og endringer i arbeidskapitalen. I tabell 2 viser vi hvordan vi regner ut FCFF.

	Driftsresultat * (1-t)
-	Investeringer
+	Avskrivninger
+/-	Endring i Arbeidskapital
=	Fri kontantstrøm til selskapet (<i>FCFF</i>)

Tabell 2: Beregning av FCFF (Damodoran, 2012, s. 381).

5.5 Avkastningskrav - Totalkapitalen

I fundamental verdsettelse beregner en selskapets verdi ved å diskontere fremtidig kontantstrøm. I denne oppgaven bruker vi totalkapitalen, og derfor må vi finne totalkapitalens avkastningskrav. I dette delkapittelet vil det bli presentert hvordan en finner avkastningskravet til totalkapitalen.

Selskapet må gi både egenkapital- og fremmedkapitalinvestorer avkastning på kapitalen som har blitt skutt inn i selskapet. Denne avkastningen skal kompensere for inflasjon, tidsverdi og risiko (Kaldestad & Møller, 2011, s. 105). Avkastningskravet skal tilsvare avkastningen en hadde fått ved å plassere kapitalen en alternativ plass med tilsvarende risiko.

Totalavkastningskravet er selskapets vektete, gjennomsnittlige kapitalkostnad også omtalt som WACC. Selskapet benytter seg av flere finansieringskilder, f.eks. egenkapital, preferanseaksjer og tradisjonell gjeld. Ulike finansieringskilder bærer ulik risiko, og den forventede avkastningen varierer derfor mellom disse kildene. Avkastningskravet blir påvirket

av alternative investeringer med samme risiko. Ved å vekte de ulike finansieringskildene basert på verdi og forventet avkastning kan vi estimere selskapets avkastningskrav til total kapitalen (Kaldestad & Møller, 2011, s. 105)

I denne oppgaven baserer vi totalavkastningskravet på de to viktigste finansieringskildene, egenkapital og lån.

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

Formel 3: WACC

Der:

E = Markedsverdi av egenkapital (Kaldestad & Møller, 2011, s. 106).

D = Markedsverdi av gjeld

R_e = Selskapets egenkapitalkostnad

R_d = Selskapets lånekostnad

t = Nominell selskapsskatt

Formel 3 presenterer WACC. Formelen inneholder to ledd, egenkapitalandelen multiplisert med egenkapitalkostnaden og gjeldsandelen multiplisert med selskapets lånekostnad, multipliserte med skattefradraget gjeldskostnaden får.

Egenkapitalens avkastningskrav

5.6

Avkastningskravet til egenkapitalen kan beregnes ved kapitalverdimodellen (CAPM), dette blir vist i formel 4. En investor som investerer i en aksje står ovenfor to typer risiko, generell markedsrisiko (systematisk risiko) og bedriftsspesifikk risiko (usystematisk risiko). Bedriftsspesifikk risiko er knyttet til forhold som kun er påvirket av det spesifikke selskapet, denne typen risiko kan bli diversifisert vekk ved å investere i mange ulike selskaper i forskjellige bransjer. Dette vil da føre til at positive og negative hendelser vil jevne seg ut. Generell markedsrisiko knytter seg til utvikling i faktorer som påvirker alle selskaper, for eksempel konjunkturutvikling, rentenivå, arbeidsledighet og inflasjon. Selskaper blir påvirket i forskjellig grad, men den generelle markedsrisikoen vil alltid være til stede. Dette blir forklart ved at selskaper beveger seg i takt. For å kunne eliminert systematisk risiko må man ha identifisert at investeringsobjektene påvirkes i motsatt retning. Videre er det viktig å justere for hvor sensitivt selskapet er til generell markedsrisiko. Høy grad av samvariasjon

med generelle markedsbevegelser innebærer dermed høy risiko. Siden alle investorer kan diversifisere blir investorer bare kompensert for generell/systematisk risiko i avkastningskravet.

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

Formel 4: Egenkapitalkostnad (Kaldestad & Møller, 2011, s. 108):

Der:

R_f = Risikofri rente

R_m = Avkastning på en markedsportefølje eller indeks

$R_m - R_f$ = Forventet meravkastning ved å investere på børsen: markedets risikopremie

β = Selskapets beta

Kapitalverdimodellen forteller at forventet avkastning for investor er lik risikofri rente pluss et risikotillegg. Investeringens risikotillegg består av markedsrisikoen multiplisert med markedets risikopremie, som er avkastningen en kan forvente over risikofri rente.

5.6.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten er en hypotetisk avkastning på et verdipapir eller en portefølje av verdipapir som ikke har konkurs- eller misligholds-risiko. Det nærmeste man kommer risikofri rente er statsobligasjoner. Den risikofrie renten danner grunnlaget for alle avkastningskrav. I forbindelse med den risikofrie renten er tidshorisonten mest utfordrende, skal man velge en kort eller lang rente, eller et stivt avkastningskrav.

Kort rente er tilnærmet risikofritt, og den forventede avkastningen blir den samme som den faktiske avkastningen. Renten på korte verdipapirer blir heller ikke påvirket av verken en likviditetspremie eller en risikopremie knyttet til inflasjonsrisiko. Ulempen er at en kort rente svinger mer enn en lang rente, og avkastningskravet kan derfor bli mer ustabil.

Lang rente varierer mindre enn kort rente, og gir derfor et mer stabilt avkastningskrav. Siden selskaper ofte har lange eller «evig» levetid passer lang rente bedre med kontantstrømmen til selskapet som skal verdsettes. Problemet med lang rente er at den kan inkludere både en likviditetspremie og en premie for inflasjonsrisiko, da vil ikke lengre renten være risikofri.

Prisen på obligasjonen reflekterer at investoren vil ha et tillegg for å ikke kunne selge når en vil.

5.6.2 Beta

Beta er et mål på volatiliteten til en aksje eller en portefølje sammenlignet med markedet i helhet (CFI, 2022). Enklere forklart forteller betaen oss hvordan en aksje samsvarer med markedet eller en indeks. En aksje med beta på 1 målt opp mot en indeks, vil bety at hvis indeksen stiger med en prosent, vil aksjen også stige med en prosent. Merk at beta er basert på historiske observasjoner og forteller ingenting om fremtidig avkastning. Formel 5 viser formelen for beta-en til en aksje. Formelen er kovariansen mellom avkastningen til aksjen og markedet, delt på variansen til markedets avkastning.

$$\beta = \frac{\text{Covariance}(R_e, R_m)}{\text{Variance}(R_m)}$$

Formel 5: Beta (Damodoran, 2012, s. 67).

5.6.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er den meravkastningen finansielle investorer i aksjemarked forventer å få sammenlignet med den risikofrie renten (Kaldestad & Møller, 2011, s. 117). Den mest brukte metoden for å regne ut markedets risikopremie er ved hjelp av historisk avkastning. Den historiske avkastningen sammenligner avkastning over tid på en markedsindeks med avkastningen på statsobligasjoner. Dette medfører flere ulemper, blant annet bygger statistikken på et skjevt utvalg ettersom tallene baseres på børser og selskaper som har overlevd over tid. Det har også vært store endringer knyttet til skatt. For investorer er det avkastningen etter skatt som er relevant, og de vil derfor kreve lavere risikopremie dersom skatt på aksjegevinst reduseres.

5.7 Gjeldskostnad

SalMar har som mange andre selskaper, finansiert en del av sin total kapital med gjeld. For å kunne beregne total kapital kostnaden er det derfor nødvendig å vite hva det koster å ta opp ny gjeld. Gjeldskostnaden er den nåværende kostnaden knyttet til gjeldsfinansiering for selskapet, og den består av risikofri rente og risiko for mislighold.

Gjeldskostnaden forteller hvor mye selskapet betaler for lånene sine, slik at de kan finansiere prosjekter. Gjeldskostnaden blir ifølge Damodoran bestemt av følgende variabler

(Damodoran, 2012, s. 211):

- Risikofri rente, som nevnt i delkapittel 5.6.1.
- Risikoen for mislighold, som nevnt i delkapittel 5.6.3.
- Skattefordelen knyttet til gjeld. Siden gjeldskostnaden er fratrekksberettiget, er gjeldskostnaden etter skatt en funksjon av skattesatsen. Skattefordelen en får fra gjeldskostnaden fører til at gjeldskostnaden etter skatt er lavere enn gjeldskostnaden før skatt, fordelene øker dersom skattesatsen øker.

I sum vil gjeldskostnaden variere avhengig av risikofri rente, risiko for mislighold og skattesatsen, slik som vist i formel 6. Dette er viktige faktorer å ta hensyn til når man beregner total kapital kostnaden for SalMar eller andre selskaper som finansierer deler av sin total kapital med gjeld.

$$R_d \text{ etter skatt} = (R_f + \text{misligholdsrisiko}) * (1-t)$$

Formel 6: Gjeldskostnad etter skatt (Damodoran, s.215)

I delkapittelet 5.6.1 har vi omtalt den risikofrie renten, videre skal vi presentere misligholdsrisiko.

5.7.1 Misligholdsrisiko

Misligholdsrisiko inngår i gjeldskostnaden, fordi den øker kostnaden til gjelden.

Misligholdsrisiko er definert som risikoen for at et selskap ikke overholder sine kredittforpliktelser ettersom de forfaller. Denne faktoren er viktig i beregningen av gjeldskostnaden, fordi dersom bedriften har høy risiko for mislighold, vil långiver kreve en høyere rente for å kompensere for den økte risikoen de tar på seg ved å låne ut penger til selskapet. Motsatt vil en bedrift med lav risiko for mislighold kunne låne penger til en lavere rente, fordi långiver ikke krever like høy kompensasjon for lavere risiko.

6 Strategisk Analyse

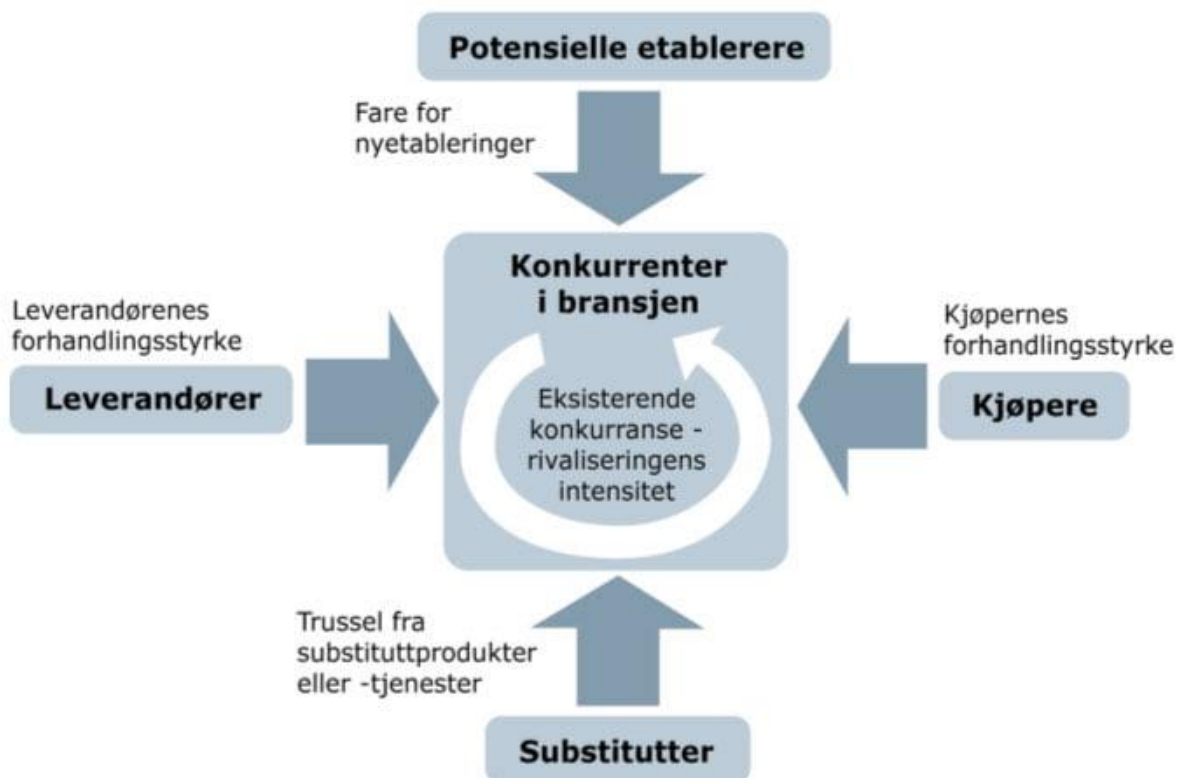
Denne delen av oppgaven gir en ekstern analyse av industrien og en intern analyse av SalMar. Hensikten med disse analysene er å finne industriens og SalMars styrker, svakheter og deres utsikter, som vil være til hjelp når vi skal verdsette dette selskapet.

6.1 Ekstern analyse

Hensikten med å gjøre en ekstern analyse er å forstå hvordan bedriftens eksterne omgivelser utvikler seg og hva som er deres trusler og muligheter i disse omgivelsene.

6.1.1 Porters fem krefter

Michael Porters fem krefter er en modell med fem forskjellige faktorer som skal hjelpe å forstå en organisasjons konkurransestyrke og markedsposisjon. De fem forskjellige kreftene er: potensielle etablerere, substitutter, kjøpere, leverandører, og konkurrenter i bransjen, som vist i figur 12.



Figur 12: Porters konkurrentanalyse (Sander K., 2021)

6.1.1.1 Potensielle etablerere

Potensielle etablerere forteller noe om hvor vanskelig det er for nye bedrifter å etablere seg i industrien. Dette forbindes ofte med barrierer som man må bryte for å etablere seg i industrien. Disse barrierene kan være reguleringer, tilgang til distribusjonskanaler osv. Høye barrierer vil være til fordel for SalMar og andre aktører som allerede er en del av industrien, fordi da vil det være vanskelig for nye konkurrenter å etablere seg.

Oppdrettsnæringen er sterkt regulert som følger av at industrien tar i bruk fellesekapets ressurser og har en påvirkning på økosystemer rundt. For å kontrollere at det blir tatt hensyn til miljø og marked, kreves det at oppdretteren følger de vilkårene myndighetene setter. For å kunne følge opp at kravene blir innfridd blir det kun gitt ut et begrenset antall matfisketillatelser (Fiskedirektoratet, 2023).

Å drive oppdrett av laks krever en spesifikk kombinasjon av forhold som: korrekt havtemperatur, dype fjorder, gode strømforhold og oksygenrikt vann (Halvorsen S., 2023). Dette gir en geografisk begrensning på hvilke land som har mulighet til å drive denne type oppdrett, som gjør trusselen for potensielle etablere lavere.

For øyeblikket er oppdrettsbransjen karakterisert av et fåtall, store aktører som tilbyr de samme produktene uten store prisforskjeller. Mellom 1970- og 1990-tallet var det en begrensning på antall tillatelser av oppdrett per bedrift. Dette ble opphevet da FOS gikk konkurs i 1991 som startet en periode med mye oppkjøp innad i bransjen. Bransjen gikk fra å være rundt 1 000 oppdrettsselskap i Norge på 90-tallet, til kun 150 selskaper i 2023 (Misund B., 2023).

I oppdrettsnæringen kreves det store investeringer, en trenger blant annet anlegg, utstyr og personal. En må derfor ha mye kapital for å drive med oppdrett. Kombinasjonen av de høye biologiske, regulatoriske og finansielle barrierene gjør det vanskelig for nye potensielle etablerere, og er med på å forklare den høye profitabiliteten i bransjen.

6.1.1.2 Substitutter

Substitutter er produkter som møter det samme underliggende behovet, bare på en annen måte. I denne sammenhengen gjelder det proteinrike matprodukter som kjøtt, kylling, egg og andre typer fisk. Laks og fisk generelt er en god kilde til næringsstoff som protein, omega 3,

vitamin B12 og vitamin D. HelseNorge som er etablert av helsemyndighetene, anbefaler derfor å spise 300-400 gram fisk i uka (Helsedirektoratet, 2021).

Lakseprisen påvirker substituttene, hvor høyere laksepriser relativt til andre proteinkilder vil gjøre at konsumenter skifter over til billigere produkter. Lakseprisen har over de siste årene steget betydelig (SSB, 2023), men eksporttall viser fortsatt høy etterspørsel av fersk og frossen laks (Landbruksdirektoratet, 2023). Høy prisstigning i substitutter kan være en forklaring på at etterspørselen ikke går ned, i tillegg til høy befolkningsvekst og økt betalingsvilje.

6.1.1.3 Kundernes forhandlingsstyrke

Kjøpere med en høy forhandlingsstyrke har evnen til å drive ned prisene som selgerne kan ta for produktet sitt. Høy forhandlingsstyrke blant kunder forekommer når kundebasen består av få men store kunder, når det er lite differensiering blant konkurrentene og når det er lave kostnader forbundet med å bytte leverandør.

Kundebasen til SalMar består for det meste av grossister, dagligvarebutikker, restauranter og hoteller. Inntekten til SalMar er derfor spredd over flere små og mellomstore aktører som gjør at kjøpernes forhandlingsstyrke drives ned.

Produktene som oppdrettsselskapene leverer, er lite differensiert. Det vil si at selskapene leverer stort sett de samme produktene, uten at det er noen som skiller seg veldig ut. Det er heller ikke store kostnader forbundet ved å skifte leverandør. Dette gjør det lettere for kundene å skifte leverandør av fisk, og bidrar derfor til en høyere forhandlingsstyrke hos kundene.

6.1.1.4 Leverandørenes forhandlingskraft

Leverandører med høy forhandlingskraft har evnen til å drive opp sine priser. Dette forekommer som oftest av få leverandører fordelt på mange kunder og/eller av høye kostnader forbundet med bytting av leverandør.

Den klart største produksjonskostnaden til oppdretterne er fiskefôr og deres forhandlingskraft blir derfor en viktig faktor i den strategiske analysen. Det er i dag fire store produsenter av

fiskefôr i Norge: Cargill, BioMar AS, Skretting AS, Europharma AS og Mowi ASA (Sele V. et al, 2019, s. 8). Produksjonen er altså fordelt på relativt få aktører, noe som i teorien skal gi dem en høyere forhandlingskraft. Mowi har siden 2012 produsert sitt eget fiskefôr gjennom datterselskapet Marine Harvest Fish Food (Mowi, 2020). Dette krever store investeringer, men gir dem full kontroll over denne inputen.

6.1.1.5 Konkurransen i bransjen

Høy konkurranse innad i en bransje kjennetegnes av veldig små marginer og/eller veldig høye kostnader forbundet med å konkurrere. Dette pleier å være tilfellet i bransjer hvor:

- Aktørene er mange og er like store og/eller har like stor markedsposisjon.
- Veksten i industrien er lav.
- Barrierene for å komme inn i industrien er lave, men høye for å komme seg ut.

For øyeblikket er oppdrettsbransjen karakterisert av et fåtall, store aktører som tilbyr de samme produktene uten store prisforskjeller.

Veksten i industrien har vært høy grunnet høy etterspørsel de siste tiår. Det er høye faste kostnader forbundet med oppdrett, hvor det har vært vanskelig å kutte priser grunnet høye fôrkostnader. Barrierene for å komme inn i industrien er veldig høye på grunn av de strenge reguleringene og kravene som stilles for å være oppdretter. De større aktørene har vært veldig ivrige til å kjøpe opp mindre oppdrettere for å oppnå uorganisk vekst. Dette gjør det lettere å komme seg ut av industrien og senker derfor utgangsbarrierene.

6.1.2 PESTEL-analyse

PESTEL- analyse er en strategisk analyse av eksterne omgivelser, som en kan bruke til å forstå strategisk risiko. Den identifiserer endringer i makroomgivelsene og hvilke effekter dette vil ha på selskapets kompetitive posisjon. De forskjellige makroomgivelsene som påvirker er: politiske-, økonomiske-, sosiale-, teknologiske-, miljømessige- og de legale-faktorene. PESTEL i lag med Porters fem krefter er med på å gi en god forståelse om hvordan eksterne trusler og muligheter er med på å påvirke SalMar og industrien generelt.

6.1.2.1 Politiske og legale faktorer

Politiske og legale faktorer ser på sannsynligheten for at lovgivere gjør inngrep som har en direkte eller indirekte betydning for næringen til selskapet, og i hvilken grad. Dette omfatter derfor politikk relatert til skatt, handel, finans osv.

På grunn av sin store verdiskapning og påvirkning på miljøet, er oppdrettsnæringen sterkt regulert for å sikre en bærekraftig vekst. For aktørene i bransjen betyr dette svært dynamiske omgivelser hvor de må forholde seg til stadig nye reguleringer og forskrifter.

Trafikklyssystemet bestemmer i dag hvor mye oppdrettsproduksjonen kan vokse basert på hvor mye lakselus det befinner seg blant fisken i et bestemt geografisk område. Ettersom nivået av lakselus varierer mye, skaper det en større uforutsigbarhet for produksjonsveksten i næringen. Det kan også føre til større svingninger i verdien av tillatelser som befinner seg i utsatte områder.

Regjeringen har lagt frem et forslag om grunnrenteskatt på havbruksnæringen fra 1. januar 2023 (Finansdepartementet, 2022). Dette er på grunnlag av at oppdrettsnæringen tar i bruk felleskapets ressurser. Grunnrenteskatt innebærer at selskapene må betale en ekstra skatt på 35 %. Reglene er satt opp slik at skatten bare vil gjelde de største aktørene som havner over bunnfradraget på 70 millioner, deriblant SalMar. Hvor mye dette påvirker SalMar blir gjennomgått i kapittel 10- Verdssettelse.

Ettersom at SalMar eksporterer store mengder fisk til utlandet, blir politikk i disse landene også relevant i denne sammenhengen. I 2013 var Russland det største eksportmarkedet for norsk fisk med 6,5 milliarder kroner. I 2014 invaderte og deretter annekterte Russland Krimhalvøya fra Ukraina som førte til sanksjoner mot Russland. I reaksjon til dette innførte Russland flere importforbud av europeiske varer, blant annet norsk fisk. Dette førte til en kraftig nedgang av eksporten, noe som ble forsterket etter at Russland igjen invaderte Ukraina i 2022 (Fossanger K. 2023). De seneste årene har derimot slike handelsbarrierer ikke vært et stort problem takket være høy etterspørsel og høy laksepris.

6.1.2.2 Bærekraft (Sosiale, Økologiske og Økonomiske Faktorer)

Bærekraft er et begrep som blir stadig mer populært ettersom verden står ovenfor større miljøutfordringer. At noe utvikles bærekraftig vil si en utvikling som tilfredsstillende

nåværende menneskelige behovene, uten å ødelegge for fremtidige generasjoners muligheter til å tilfredsstille sine behov (Tjernshaugen A., 2022). En forutsetning for at en utvikling skal være bærekraftig er at det er en helhetlig vekst i både økonomiske, økologiske og sosiale faktorer.

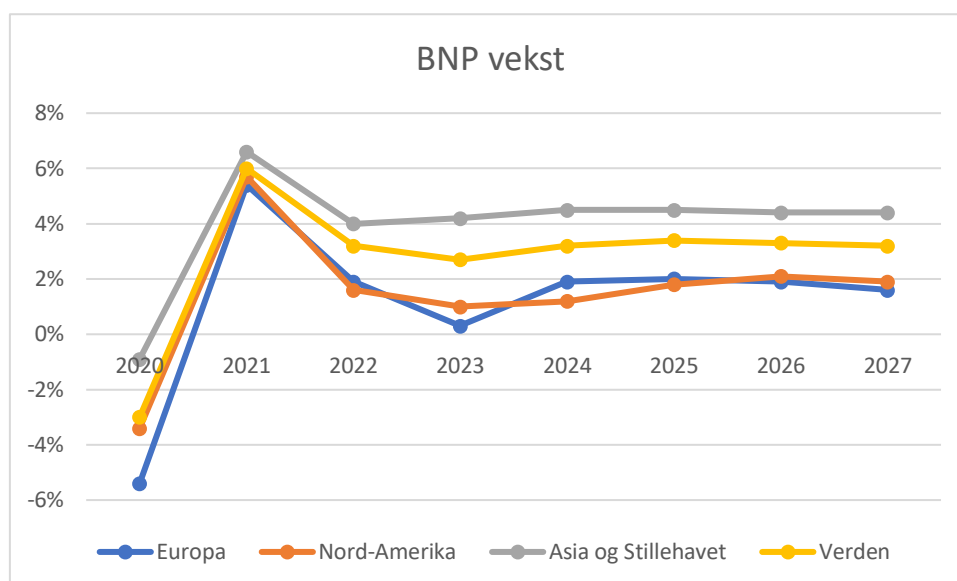
FN vedtok i 2015 en rekke ulike bærekraftsmål som skal fungere som en felles arbeidsplan for land, næringsliv og sivilsamfunn. Den har til hensikt å utrydde fattigdom, bekjempe ulikhet og stoppe klimaendringer (Ravndal E.J., 2022). Noen av målene som er særlig viktig for oppdrettsbransjen er:

- Å utrydde sult, oppnå matsikkerhet og bedre næring
- Å sikre god helse og fremme livskvalitet for alle
- Å sikre anstendig arbeid, økonomisk vekst og sysselsetting
- Å sikre bærekraftige forbruks- og produksjonsmønstre
- Å stoppe klimaendringene
- Å ivareta liv under vann

For øyeblikket kommer kun rundt 2% verdens matforsyning fra havet. Organisasjonen for mat og jordbruk av de forente nasjoner (FAO) mener at fiskerier og akvakultur vil spille en viktig rolle for tilgang til mat og næring (FAO, 2022). De ser derimot også store utfordringer tilknyttet bærekraftig utvikling. For norske oppdrettselskaper kan innovasjon innen bærekraftige løsninger derfor gi unike muligheter til fremtidig vekst.

6.1.2.3 Økonomiske Faktorer

Økonomiske faktorer er de makroøkonomiske faktorene som påvirker selskapet, f.eks. valutakurser, renter og økonomisk vekst i verden. For å måle økonomisk vekst bruker vi Bruttonasjonalprodukt (BNP), som er summen av alle varer og tjenester som produseres i et land i løpet av et år, minus de varer og tjenestene som blir brukt under denne produksjonen (SSB, 2021). Ettersom SalMar eksporterer majoriteten av sin fisk, blir det relevant å se på veksten av BNP-en i disse markedene. Figur 13 viser historiske vekstrater og prognoser for fremtidige vekstrater av BNP for forskjellige regioner. Europa og Nord-Amerika som er SalMars største (69%) og tredje største (9%) marked, og er ventet å vokse rundt 2% de kommende årene. Dette er lavere enn det totale gjennomsnittet i verden. Asia, som er det nest største markedet med 21%, er ventet å ha en høy vekst på rett over 4% de neste årene.



Figur 13: Reell BNP-vekst i SalMars primære markeder i prosent (IMF, 2023)

Valutakurser er også med på å påvirke industrien. Dersom kronekursen synker, og SalMar selger sine produkter i utalandsk valuta, får de mer NOK for samme varene fordi NOK er mindre verdt. Men dersom SalMar tar betalt i NOK, vil det bli billigere for andre å kjøpe produktene til SalMar. Dette fører til at verdien av deres fremtidige kontantstrømmer svinger i takt med valutakursene. Valutaene som er særlig relevante for selskapet er USD, EUR, GBP, CAD og JPY (SalMar ASA, 2021). For å delvis sikre seg mot slike svingninger bruker SalMar ulike terminkontrakter og valutakontoer. De siste årene har vi sett en kraftig svekkelse av den norske kronen i forhold til USD og EUR. Dette gjør det billigere å importere varer fra Norge, noe som er positivt for norske eksportbedrifter som SalMar. Samtidig er det nå dyrere for SalMar å importere varer og tjenester fra utlandet, som fører til høyere produksjonskostnader.

6.1.2.4 Teknologiske faktorer

Teknologiske faktorer er teknologi som effektiviserer og forbedrer en industri. For at produksjonen av laks skal bli mer bærekraftig er det viktig at det investeres i ny og bedre teknologi. Innovasjon Norge er et tiltak fra staten som bidrar med penger til bedrifter som utvikler bærekraftige løsninger som gir økt verdiskapning (Innovasjon Norge, 2022). SalMar har ved flere anledninger mottatt støtte fra Innovasjon Norge, blant annet til sitt Ocean Farm 1 prosjekt.

Ny teknologi er blitt et viktig tema for oppdrettsnæringen, det har vært viktig å løse utfordringene knyttet til lakselus og rømming. Fiskehelse rapporten fra 2019 viser at virussykdommer var årsaken til de største tapene, grunnet smittsomme sykdommer i norsk oppdrettsnæring i 2019. Et viktig tiltak mot smittsomme sykdommer er vaksiner av oppdrettsfisk. Dette reduserer risikoen for sykdomsutbrudd når fisk blir satt ut i sjøen og reduserer bruk av antibiotika (Mattilsynet, 2022). Ved bruk av automatiske vaksinemaskiner er selskapene i stand til å vaksinere flere titalls tusen fisk per time. Det er i dag utviklet vaksiner mot de mest alvorlige sykdommene, men det er fortsatt et stort behov for forskning og utvikling for å lage vaksiner mot andre bakteriesykdommer i fremtiden (Bøggwald & Dalmo, 2020). Det har etter mange år enda ikke blitt etablert en vaksine med god effekt mot lakselus (Havforskningsinstituttet, 2019). Den vanligste metoden hittil har vært å fjerne lusen med kjemikalier, men over tid har lusen blitt mer resistent og kjemikaliene virker ikke like godt.

6.1.2.5 Økologiske faktorer

For at miljøet skal kunne fortsette å yte nødvendige tjenester til mennesker, kreves det en begrensning av negative effekter fra menneskelig aktivitet. For å kontrollere miljøpåvirkningen til havbruksnæringen blir den overvåket av både Fiskeridirektoratet, Mattilsynet, Kystverket, Fylkesmannen og NVE (Norges Vassdrags- og energidirektorat) (Laksefakta, 2021).

FNs bærekraft mål nr. 12 er å sikre bærekraftige forbruks- og produksjonsmønstre, som krever en effektiv bruk av havets ressurser og reduksjon av svinn i produksjonsprosesser. Ifølge FN blir det kastet over 7 millioner tonn med ødelagt fangst i året. SalMar har gjort store investeringer i sine slakterianlegg InnovaMar og InnovaNor, som er med på å redusere mengden svinn i produksjonsprosessen.

FN's bærekraft mål nr. 2 er å «utrydde sult, oppnå matsikkerhet og bedre næring». Det er mangel på mat i store deler av verden, og særlig næringsrik sjømat. Etterspørselen er derfor høy, men oppdrettsnæringen sliter med å produsere nok, som gjør prisene relativt høye i forhold til andre proteinkilder. SalMars prosjekter innen havbasert oppdrett kan være med på å løse noen av næringens arealutfordringer, som kan tillate dem å produsere mer på en mer bærekraftig måte.

6.2 Intern Analyse

Hensikten med en intern analyse er å finne ut om selskapet besitter et konkurransefortrinn relativt til sine konkurrenter.

6.2.1 VRIO Analyse

For å vurdere SalMars ressurser og kapabiliteter har vi utført en intern analyse ved bruk av VRIO-rammeverket. Dette rammeverket ser på fire kriterier og vurderer om de skaper et relativt konkurransefortrinn. Kriteriene er:

- «Value»: Bidrar ressursene i organisasjonen til verdiskapningen?
- «Rarity»: Er ressursene og kapabilitetene til selskapene sjeldne?
- «Inimitability»: Er det vanskelig for andre selskap å imitere deres ressurser og kapabiliteter?
- «Organisational support»: Er organisasjonen i stand til å støtte og tilrettelegge for utnyttelsen av øvrige faktorer?

Hvis organisasjonen klarer å oppfylle disse kriteriene, sies det å ha et bærekraftig konkurransefortrinn.

6.2.1.1 *InnovaMar og InnovaNor*

V: InnovaMar (figur 14) er selskapets hovedenhet for industriell prosessering og ligger i nær tilknytting til deres oppdrettsaktiviteter i Midt-Norge. Bygget fungerer som en utstyrspark for slakting, filetering og porsjonering, og gir økt verdi til selskapet i form av reduserte kostnader, økt kvalitet på sluttprodukt og forbedret arbeidsmiljø for de ansatte. Ved å samle de ulike prosesseringsprosessene i ett bygg bidrar det til redusert svinn som er viktig for å kunne oppnå en mer bærekraftig produksjon. I 2019 startet selskapet bygging av InnovaNor (figur 15), som skal gi selskapet den samme kapasiteten og fleksibiliteten som InnovaMar i Midt-Norge.

R: For øyeblikket er SalMar det eneste selskapet med et slikt anlegg i denne skalaen, som gjør det unikt.

I: Utviklingen av en slik fabrikk krever enorme investeringer som gjør det vanskeligere for andre aktører å kopiere den. De største aktørene i oppdrettsbransjen er derimot svært kapitalsterke og vil kunne utvikle noe lignende på lenger sikt.

O: SalMar er blant Norges største og mest lønnsomme selskaper og har derfor gode forutsetninger til å utføre et slikt kapitalkrevende prosjekt.



Figur 14: InnovaMar; Årlig kapasitet per skift: ca. 75 000 tonn laks; Pris: ca. NOK 550 millioner



Figur 15: InnovaNor; Årlig kapasitet per skift: ca. 75 000 tonn laks; Pris: ca. NOK 675 millioner

6.2.1.2 Havbasert oppdrett

V: Ocean Farm 1 (OF1) (figur 16) er verdens første oppdrettsanlegg til havs (SalMar ASA, 2022). Den er bygget som en fullskala pilot og er designet til å teste ut teknologiske og biologiske aspekter ved oppdrett til havs. Med dette prosjektet håper SalMar å løse bransjens arealutfordringer, samt redusere miljøavtrykket og forbedre fiskevelferden.

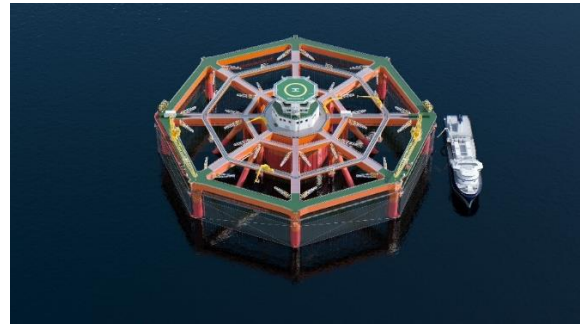
R: Dette kan regnes som en sjelden ressurs ettersom dette er verdens første oppdrettsanlegg til havs. Prosjektet har vist seg å være en suksess og SalMar har allerede fått godkjenning til lokalisering av et nytt prosjekt kalt Smart Fish Farm (SFF) (figur 17). Dette anlegget det dobbelte av kapasiteten til OF1 og skal tåle betydelig tøffere værforhold (Årsrapport, 2021).

I: Om dette prosjektet blir en suksess er det veldig sannsynlig at andre selskap i bransjen vil kopiere og investere i lignende prosjekter. Dette vil derfor kun kunne bidra til et midlertidig konkurransefortrinn.

O: Havbasert oppdrett er en stor satsing av SalMar og er en viktig del i deres strategi om bærekraftig vekst og produksjon av laks. For videre utvikling av disse prosjektene, har SalMar etablert et datterselskap sammen med Aker Capital ved navn SalMar Aker Ocean. SalMar har en eierandel på 85%, mens Aker Capital eier resterende. Ambisjonen til selskapet er å være leder innen havbasert oppdrett og selskapet har mottatt en rekke utviklingslisenser. I SalMars Q4-rapport skriver derimot selskapet at prosjektsiden for Ocean Fish Farm 2 og Smart Fish Farm har blitt utsatt på grunn av grunnrenteskatt.



Figur 16: Ocean Farm 1 (OF1)



Figur 17: Smart Fish Farm (SFF)

6.2.1.3 *Menneskelige ressurser*

V: SalMar har rundt 1900 ansatte som gjør dem til en stor arbeidsgiver. I årsrapportene skriver SalMar at de ansatte er avgjørende for å oppnå sine strategiske mål.

R/I: Det er vanskelig å måle hvor sjeldne eller uforlignelig de ansatte hos SalMar er, ut ifra et eksternt synspunkt. Det er allikevel rimelig å anta at de andre store aktørene i bransjen også har høy kompetanse blant sine ansatte og at SalMars ansatte derfor ikke regnes å være sjeldne eller uforlignelige.

O: SalMar er en av ledere innen bransjen innen sine teknologiske og fysiske ressurser. Dette gir gode forutsetninger for utnyttelse av verdien som de ansatte kan skape.

6.2.1.4 *Naturressurser*

V: Som nevnt tidligere er de geografiske lokasjonene og deres naturlige forhold svært viktige for å drive fiskeoppdrett. SalMar har gjennom mange år med drift og oppkjøp av andre oppdrettere greid å tilegne seg viktige naturressurser som er kritisk for verdiskapning.

R/I: Grunnet det begrensede arealet av naturressurser blir det vanskeligere og vanskeligere å tilegne seg nye områder. Videre organisk vekst hos selskapene må derfor komme fra en mer effektiv produksjon eller nye produksjonsteknikker. Her vil SalMars teknologi innen havbasert oppdrett kunne bidra til å gi en uforlignelig ressurs, hvis det blir en suksess i fremtiden. Per i dag er fordelingen av naturressurser blant de største konkurrentene fordelt relativt likt. Bakkafrost og Mowi er derimot de eneste store aktørene med konsesjoner på

Færøyene, hvor det er svært gode forhold for oppdrett. Deres naturlige ressurser kan derfor ikke regnes som spesielt unike eller uforlignelige.

O: Med sine utstyrsparker, merder, ansatte og teknologiske ressurser er SalMar godt organisert for å ta bra utnyttelse av sine naturlige ressurser.

6.2.1.5 Oppkjøp

V: Det begrensede antall konsesjoner som blir tildelt setter en stor begrensning for hvor mye oppdrettsselskapene klarer å vokse organisk. Uorganisk vekst gjennom oppkjøp og fusjoner blir derfor den naturlige veien å gå for å kunne tilegne seg flere konsesjoner. I fjerde kvartal i 2022 meldte SalMar at de ville kjøpe opp selskapet oppdrettsselskapet NTS som også omfatter selskapene Norwegian Royal Salmon (NRS) og SalmoNor. SalMar skriver i sin kvartalsrapport at de vil søke ambisiøse synergieffekter ved denne transaksjonen og at dette vil føre til økt aksjeverdi (SalMar, 2023). Etter forslaget om lakseskatten kom har flere av oppdrettsselskapene nedjustert sine investeringer, og dette kan være med på å påvirke fremtidige oppkjøp.

R/I: Bransjen har frem til nå vært preget av et fåtall store aktører som bruker sine enorme overskudd til å finansiere videre vekst gjennom oppkjøp. Dette har lenge ført til et stort klaseskille mellom de små/mellomstore og de virkelig store som f.eks. SalMar. Den nye grunnrenteskatt kan derimot være med på å reversere denne trenden, ettersom de store selskapene kommer til å få lavere resultat etter skatt. Dette vil da redusere muligheten til å øke egenkapital gjennom høye resultater, som gjør fremtidige investeringer vanskeligere å finansiere. Det som tidligere har vært en relativt stor fordel for disse selskapene kan derfor stå i fare for en mer fragmentert bransje.

O: I sin Q4-rapport for 2022 skriver SalMar at forslaget om grunnrenteskatt nesten fikk dem til å revurdere oppkjøpet av NTS og at dette vil prege bransjen for andre slike oppkjøp videre.

6.2.2 VRIO: Oppsummering

I tabell 3 har vi oppsummert våre resultater fra vår VRIO-analyse og gitt en vurdering på om ressursen bidrar til et konkurransefortrinn.

Ressurs	Verdi	Sjelden	Imiterbart	Organisering	Vurdering
Innova Mar/Nor					Konkurransefortrinn
Havbasert oppdrett					Konkurransefortrinn
Humankapital					Intet konkurransefortrinn
Naturressurser					Moderat konkurransefortrinn
Oppkjøp					Intet konkurransefortrinn

Tabell 3: Vrio-konklusjon

6.3 Oppsummerende SWOT-analyse

I tabell 4 har vi oppsummert resultatene fra vår eksterne og interne analyse ved bruk av en SWOT-analyse.

<p>Styrker (S):</p> <ul style="list-style-type: none"> - Stor markedsandel - Slakterianlegg - Havbasert oppdrett 	<p>Svakheter (W):</p> <ul style="list-style-type: none"> - Avhengig av å skape synergieffekter med de oppkjøpte selskapene - Vanskelig å vokse uten å tilegne seg konsesjoner gjennom oppkjøp
<p>Muligheter (O):</p> <ul style="list-style-type: none"> - Positiv politisk innstilling - Økt etterspørsel - Havbasert oppdrett - Bærekraftig utvikling/ Innovasjon innen bærekraft 	<p>Trusler (T):</p> <ul style="list-style-type: none"> - Grunnrenteskatt - Bærekraftig utvikling - Lakselus og fiskesykdommer - Rømninger - Renteendringer - Høy laksepris - Politisk uro - Valutasvingninger

Tabell 4: Oppsummerende SWOT-analyse

7 Regnskapsanalyse

Sentralt i en fundamental verdsettelse ligger en regnskapsanalyse, hvor formålet med en slik analyse er å undersøke de økonomiske forholdene i bedriften. De historiske resultatene blir ofte reflektert i de fundamentale faktorene og omgivelsene til selskapet, og vil være med på å påvirke fremtiden til selskapet. Dette benyttes til å bygge prognoser for den fremtidige inntekten. Regnskapsanalysen dekker blant annet historiske resultater, historisk utvikling og eventuelle trender i regnskapene (Hoff & Pedersen, 2019, s.181).

7.1 Praktiske valg knyttet til regnskapsanalysen

7.1.1 Analysenivå

En virksomhet kan analyseres på forskjellige måter, enten som en helhet eller inndelt i ulike forretningsområder. Valg av analysenivå avhenger av antall forretningsområder, forskjellene mellom forretningsområdene og tilgangen på regnskapsinformasjon for de forskjellige forretningsområdene.

SalMars aktiviteter er delt inn i flere virksomhetsområder, inkludert smolt, oppdrett, slakting og foredling, og salg og distribusjon. Det ville vært vanskelig å analysere hvert enkelt virksomhetsområde siden tilgangen på tilstrekkelig detaljert regnskapsinformasjon er begrenset. Selv om de forskjellige aktivitetene i SalMar skiller seg fra hverandre når det gjelder utførelse, er de alle gjensidig avhengige av hverandre som en del av SalMars vertikale integrerte verdikjede. Derfor er det logisk å analysere selskapet som en helhet.

Når en skal analysere et selskap som en helhet må en velge mellom å analysere morselskapets eller konsernselskapets regnskap. Konsernregnskap rapporterer mor og datterselskap som ett selskap, mens i mors- regnskapet vil investeringer i datterselskap bli regnskapsført som en balansepost og en resultatpost. Vi velger å benytte konsernregnskapet fordi det gir best helhetsinntrykk av selskapet som en enhet.

7.1.2 Analyseperiode

Valg av analyseperiode vil definere hvor mange år tilbake i tid en skal analysere. Dette er viktig fordi det vil være avgjørende for å kunne skille mellom midlertidige eller varige endringer i bransjen. For stabile bransjer passer lengre analyseperioder best. I bransjer der det derimot nylig har vært store endringer passer en kort analyseperiode best. Dette begrunnes

med at hvis en bransje har vært utsatt for store endringer vil ikke de gamle regnskapstallene være representative lengre. I de fleste bransjer vil en analyseperiode på tre til fem år være akseptabelt.

Havbruksnæringen endrer seg fort, og har vært gjennom store endringer, derfor velges en kort analyseperiode. Dette kan føre til en risiko for å over- eller underestimere næringenes fremtidsutsikter fordi havbruksnæringen er svært syklisk med store variasjoner i lønnsomhet. I løpet av hele analyseperioden har oppdrettsnæringen hatt høy lønnsomhet, og derfor inneholder ikke analyse noen nedgangskonjunkturer. Analysen ville blitt styrket ved at analyseperioden hadde inneholdt både oppgangs- og nedgangskonjunkturer. Risikoen for å overvurdere den fremtidige veksten i bransjen blir større når en ikke har hatt en nedgangskonjunktur i analyseperioden. Dette gjør at det er viktig å være observant på at de historiske regnskapstallene kan være påvirket av sykliske trender. Dette gjør at det er mindre problematisk å velge en kort analyseperiode fremfor en lang.

Selskapets nåværende situasjon vil være mest representativt i en kort analyseperiode, dette fordi historiske tall i mindre grad reflekterer selskapets nåværende situasjon. Videre i denne analysen benyttes en analyseperiode fra 2018 til 2022.

7.1.3 Rapporterte tall

Presentasjonen av rapporterte tall bygger på data som er tilgjengelig fra årsrapporter mellom 2018-2021, og kvartalsrapporten for Q4 i 2022. Tabell 5 viser resultatregnskapet til SalMar fra 2018 til 2022, og tabell 6 viser balanseregnskapet til SalMar fra 2018 til 2022.

7.1.3.1 Resultatregnskapet

Tall i mNok	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	11 343	12 238	12 912	15 044	20 158
Kostnader	-7 394	-8 452	-9 093	-11 310	14 656
Resultat før renter, skatt, avskrivninger og nedskrivninger (EBITDA).	3 949	3 786	3 820	3 734	5 502
Avskrivninger / nedskrivninger	-488	-718	-812	-807	-1 038
Verdijustering	846	-33	-180	524	273
Driftsresultat (EBIT)	4 307	3 035	2 828	3 451	4 737
Sum finansinntekter	264	368	54	132	
Sum finanskostnader	-118	-244	-310	-196	
Resultat før skatt	4 453	3 158	2 572	3 387	4 562
Skattekostnad	-873	-614	-563	-719	-954
Profitt for fortsettende drift					107
Årsresultat	3 579	2 544	2 008	2 668	3 715
Driftsresultat	4 307	3 035	2 828	3 451	4 737
Verdijustering	-846	33	180	-524	-273
Operasjonelt driftsresultat	3 461	3 068	3 008	2 927	4 465

Tabell 5: Resultatregnskapet til SalMar fra 2018 – 2022

7.1.3.2 Balanse

Tall i mNOK	2018	2019	2020	2021	2022
Eiendeler					
Immaterielle eiendeler	3 404	4 742	6 826	8 530	18 291
Varige driftsmidler	3 591	4 940	6 403	8 010	12 518
Finansielle anleggsmidler	1 216	814	851	1 300	2 746
Sum anleggsmidler	8 211	10 496	14 080	17 840	33 555
Varelager	5 766	6 190	6 670	7 928	12 685
Fordringer	919	1 070	1 025	1 415	2 077
Bankinnskudd og kontanter	240	231	223	902	2 713
Sum omløpsmidler	6 925	7 490	7 918	10 244	17 474
Eiendeler for salg					11 472
Sum eiendeler	15 136	17 986	21 998	28 084	62 501
Egenkapital og gjeld					
Innskutt egenkapital	597	645	689	3 426	12 567
Opptjent egenkapital	8 451	8 363	9 163	9 804	6 790
Ikke-kontrollerende eierinteresser	92	732	1 136	2 253	4 798
Sum egenkapital	9 140	9 740	10 987	15 483	24 155
Kortsiktig gjeld	3 435	3 248	4 736	4 686	11 286
Langsiktig gjeld og forpliktelser	2 561	4 998	6 275	7 916	21 448
Sum gjeld	5 996	8 246	11 011	12 602	32 734
Gjeld knyttet til eiendeler for salg					5 612
Sum egenkapital og gjeld	15 136	17 986	21 998	28 085	62 501

Tabell 6: Balanseregnskapet til SalMar fra 2018 – 2022

*SalMar sitt datterselskap NTS AS, hadde per 13. Januar 2023 62 269 112 aksjer i Frøy, tilsvarende 72,11% av Frøys aksjer. Frøy er i regnskapet til SalMar for 2022 klassifisert som holdt for salg og avviklet virksomhet (Salmar, 2023, s.11).

7.1.4 Omgruppering av regnskapet

I denne oppgaven velger vi å avgrense omgrupperingen av regnskapet, til å kun inkludere «verdijustering». Dette fører til at vi ikke går inn på hver enkelt detalj på hver enkelt post i regnskapet. Vi velger å omgruppere posten «verdijustering» fordi vi mener at dette øker relevansen til regnskapspostene. Fra driftsresultatet velger vi å trekke fra verdijusteringen. Denne posten er vanskelig å beregne fra år til år, og dette gjør at den blir uforutsigbar. Denne posten blir heller ikke påvirket av SalMars operasjonelle aktiviteter. Vi velger derfor å sette denne regnskapsposten til 0, og benytter oss videre av resultatet av denne endringen til å danne grunnlaget for fremtidige kontantstrømmer. Videre blir denne «nye» posten omtalt som operasjonelt driftsresultat. I tabell 7 viser vi hvilke omgrupperinger vi har gjort av regnskapet.

Tall i 1000	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsresultat	4 307	3 035	2 828	3 451	4 738
Verdijustering	846	-33	-180	524	273
Operasjonelt driftsresultat	3 461	3 068	3 008	2 927	4 465

Tabell 7: Omgruppering av SalMars driftsresultat

7.2 Nøkkeltallsanalyser

Hensikten med en nøkkeltallsanalyse er å evaluere en virksomhets økonomiske situasjon, inkludert dens langsiktige- og kortsiktige risiko og lønnsomhet. Dette oppnås gjennom ulike analysemetoder som inkluderer kapitalstrukturanalyse, likviditetsanalyse og lønnsomhetsanalyse (Hoff & Pedersen, 2019, s. 207). Ved å beregne forhold mellom ulike forholdstall kan man kartlegge selskapets utvikling og sammensetning. Det er imidlertid viktig å være forsiktig med å generalisere resultatene av analysen da ulike bransjer kan ha ulike resultater. Derfor sammenlignes resultatene med de generelle verdiene i bransjen for å gi et best mulig bilde av SalMars situasjon.

Regnskapsanalysen vil bli basert på de siste 5 årene, og forholdstallene vil bli evaluert i lys av bransjens generelle forholdstall. Bransjen er definert som SalMar, Lerøy Seafood Group ASA, MOWI ASA og Grieg SeaFood ASA. Det er viktig å sammenligne nøkkeltallene til

selskapet med konkurrentenes. Dette gjør av vi finner ut hvordan selskapet har prestert sammenlignet med konkurrentene.

7.3 Lønnsomhetsanalyse

Lønnsomhetsanalyser blir gjennomført for å finne ut hvordan inntjeninga på investert kapital har vært. Vi benytter flere analyser, og skiller mellom total kapitalrentabilitet, og egen kapitalrentabilitet. Vi sammenligner også tallene med konkurrentene og bransjegjennomsnittet.

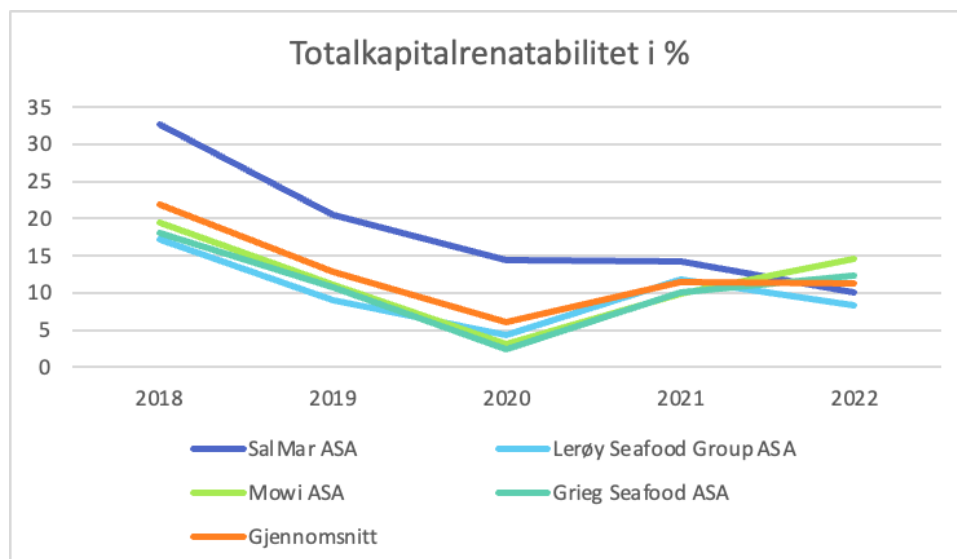
7.3.1 Totalkapitalens rentabilitet

Totalkapitalrentabilitet er et mål på hvor lønnsom en bedrift har vært i en bestemt periode. Den viser hvor høy avkastning bedriften har hatt på den totale kapitalen som er investert i virksomheten, uavhengig av hvordan denne kapitalen er satt sammen av egen kapital og gjeld. Med andre ord gir det oss en ide om hvor effektivt bedriften har brukt alle tilgjengelige midler til å generere inntekter (Hoff & Pedersen, 2019, s. 207). Formelen for total kapitalrentabilitet blir vist i formel 7.

$$\text{Totalkapitalrentabiliteten} = \frac{\text{Ordinært resultat før skattekostnad} + \text{rentekostnader}}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}} * 100\%$$

Formel 76: Totalkapitalrentabilitet (Hoff & Pedersen, 2019, s. 208).

I figur 18 presenteres total kapitalrentabiliteten til SalMar, konkurrentene til SalMar og et gjennomsnitt av bransjen i prosent. Figur 18 viser total kapitalrentabiliteten de siste fem årene.



Figur 18: Totalkapitalrentabilitet i %.

Figur 18 viser at SalMar utmerker seg som et av de selskapene med høyest avkastning på totalkapitalen de siste fem årene. Det er bare i 2022 at selskapet har lavere totalrentabilitet enn gjennomsnittet av bransjen. Dette forteller oss at selskapet har hatt god lønnsomhet på totalkapitalen. Man kan derimot se at selskapet har hatt en negativ utvikling på avkastningen. Totalkapitalrentabiliteten har gått fra 32% i 2018 til 10% i 2022, noe som er en stor nedgang. Dette kan forklares av store investeringer som har ført til større totalkapital, og dette gjør at det blir vanskelig å opprettholde samme avkastning. Covid-19 påvirket også avkastningen i særlig 2020. Dette er blant annet fordi store deler av etterspørselen til Kina forsvant, og prisen per kg laks sank kraftig. I 2021 hadde alle selskapene utenom SalMar høyere totalkapitalrentabilitet enn i 2020.

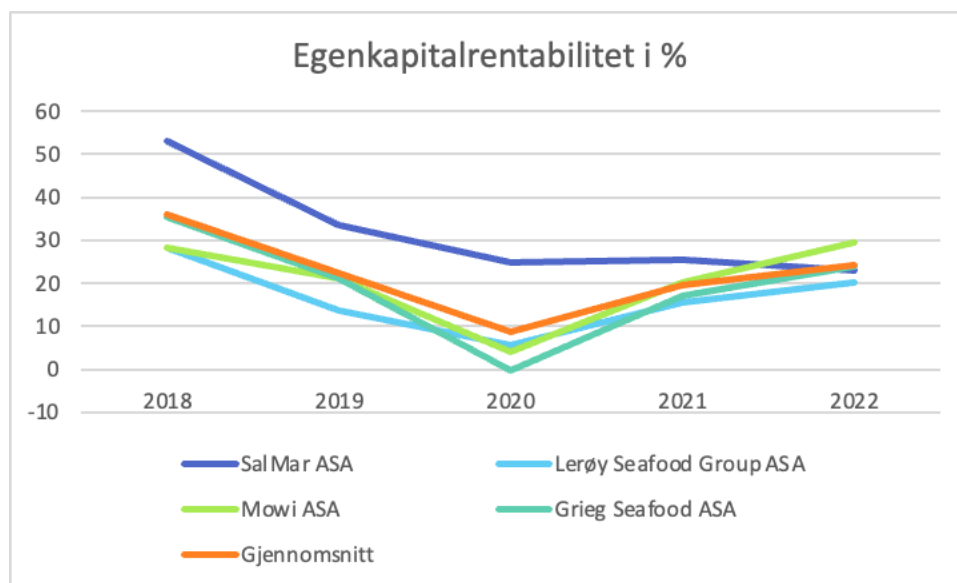
7.3.2 Egenkapitalensrentabilitet

For investorer er avkastningen på investert kapital et viktig nøkkeltall, dette er fordi de vil vite hvor stor avkastningen på den investerte kapitalen er. Hvis dette nøkkeltallet er større enn avkastningskravet vil det være et bra tegn for investorene. De som eier egenkapitalen er mer utsatt enn kreditorene, og derfor vil det være naturlig at de krever høyere avkastning. Formelen for egenkapitalrentabilitet før skatt blir vist i formel 8.

$$\text{Egenkapitalrentabilitet før skatt} = \frac{\text{Ordinært resultat før skattekostnad}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}} * 100$$

Formel 8:7 Egenkapitalrentabilitet (Hoff & Pedersen, 2019, s.215-216).

I figur 19 presenteres egenkapitalrentabiliteten til SalMar, konkurrentene til SalMar og et gjennomsnitt av bransjen i prosent, for de siste fem årene.



Figur 19: Egenkapitalrentabilitet i %.

SalMar kan vise til høy historisk avkastning på egenkapitalen i forhold til bransjen, dette kan vi se i figur 19. Trenden har derimot vært negativ og avkastningen har blitt lavere i løpet av den siste fem års perioden, noe som har ført til at egenkapitalrentabiliteten i 2022 cirka var lik som bransjegjennomsnittet. Figur 19 viser at i løpet av femårs perioden har egenkapitalen til SalMar økt med 164%, dette gjør at man må øke avkastningen tilsvarende for å opprettholde samme egenkapitalrentabilitet. Ofte blir egenkapitalrentabiliteten sett på som god dersom den er bedre enn total kapitalrentabiliteten (Finanseksperter, u.å), og det har SalMar greid i hele perioden.

7.3.3 Driftsmargin

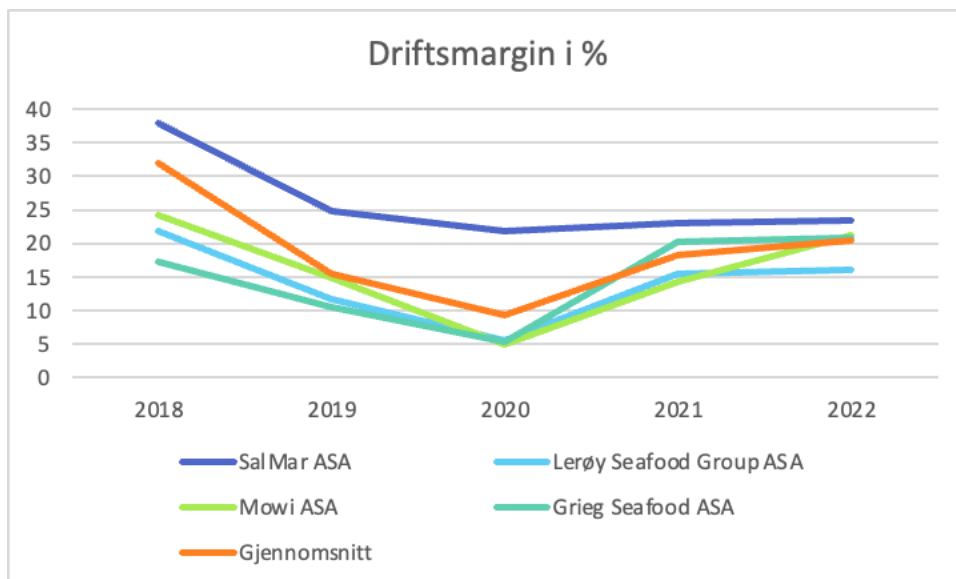
Driftsmarginene/ EBIT-margin blir uttrykket i prosent av driftsresultatet, og viser hvor stor del av driftsinntektene bedriften har igjen før finansielle forhold trekkes inn. Dette nøkkeltallet vil vise lønnsomheten til bedriften uavhengig av finansieringen (Hoff & Pedersen, 2019, s. 220). Selskaper med høy driftsmargin har maksimert lønnsomheten fra driften, og holdt de operasjonelle kostnadene minimale. De benytter seg altså av ressursene så

effektivt som mulig. Driftsresultatet skal dekke rente- og skattekostnader. Det ordinære resultatet bli påvirket av ekstraordinære inntekter og kostnader. Til slutt vil en få årsresultatet, som kan være negativt eller positivt. Dette avgjør om en styrker/ svekker egenkapitalen, og om en gir ut utbytte til eierne. Formelen for driftsmarginen blir vist i formel 9.

$$\text{Driftsmarginen} = \frac{\text{Driftsresultat}}{\text{Driftsinntekter}} * 100$$

Formel 98: Driftsmargin (Hoff & Pedersen, 2019, s. 220).

I figur 20 presenteres driftsmarginen til SalMar, konkurrentene til SalMar og et gjennomsnitt av bransjen, for de siste fem årene.



Figur 20: Driftsmargin i %.

Vi kan i figur 20 se at SalMar har hatt veldig god driftsmargin de siste fem årene, og er godt over de andre selskapene i bransjen. SalMar har hatt dermed driftet selskapet på en mer effektiv måte enn konkurrentene, dette har kommet gjennom flere effektiviseringsprosesser over en lengre tid. Ser en på nedgangen av driftsmarginen som følge av Covid-19 vil en også kunne se at SalMar har hadde mindre nedgang i 2020 enn konkurrentene.

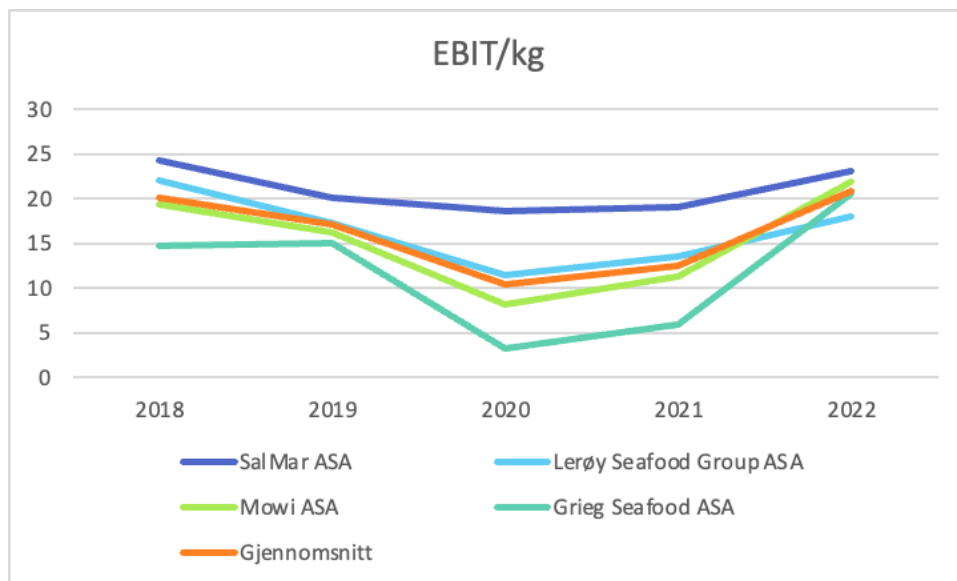
7.3.4 EBIT per kg

Vi avslutter delkapittelet som omhandler rentabilitet og lønnsomhet med EBIT per kg. Dette er et nøkkeltall som kan brukes spesielt i oppdrettsbransjen, og vil vise hvor effektivt selskapet benytter seg av ressursene sine. Jo høyere EBIT per kilo, dess mer penger vil selskapet tjene på en samme mengde fisk. EBIT per kilo er veldig ustabil på grunn av endringene i lakseprisene, og derfor vil en oppleve store endringer år fra år. Formelen for EBIT per kg blir vist i formel 10.

$$EBIT \text{ per kg} = \frac{\text{Driftsresultat}}{\text{Antall kilo slaktet}}$$

Formel 109: EBIT per kg (SalMar, 2023, s.24).

I figur 21 presenteres EBIT/kg til SalMar, konkurrentene til SalMar og et gjennomsnitt av bransjen, for de siste fem årene.



Figur 21: EBIT per kg, SalMar, konkurrentene og gjennomsnitt

Vi ser at det er EBIT/kg svingninger fra år til år, men vi kan se at SalMar har vært mest stabil av selskapene i bransjen. Gjennom høy effektivitet er de det selskapet som får mest ut av ressursene sine. Hvor stor del av volumet slaktet laks hvert selskap selger på faste kontrakter vil påvirke hvor stor EBIT per kg selskapene får. Blir lakseprisen høyere enn prisen i kontraktene vil EBIT per kg bli lavere enn hvis en ikke hadde benyttet seg av kontrakter.

Motsatt vil EBIT per kg bli høyere hvis en benytter seg av kontrakter og lakseprisen blir lavere enn prisen i kontrakten.

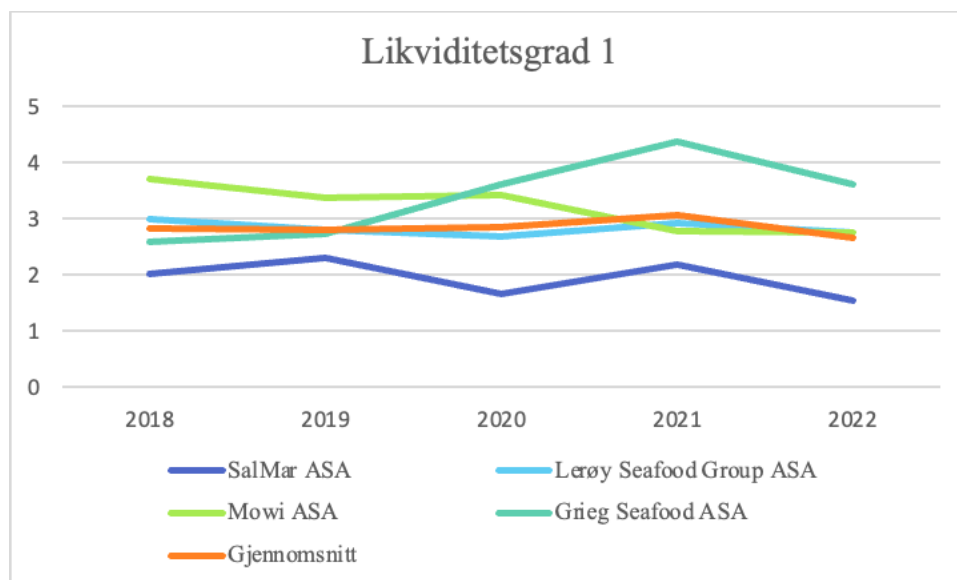
7.4 Likviditetsanalyse

Likviditetsanalyser blir gjennomført for å analysere selskapets evne til å kunne dekke sine løpende betalingsforpliktelser. Selskapene må kontinuerlig vurdere om de kan gjøre tiltak som kan forbedre selskapets likvide stilling. Uten kontroll på selskapets fremtidige betalinger vil de positive forholdene bli overskygget. Betalingsproblemer kan føre til konkurs. God lønnsomhet vil ikke automatisk føre til god likviditet. Likviditetsgrad 1 vurderer omløpsmidlenes størrelse i forhold til den kortsiktige gjelden. Hva likviditetsgraden bør være varierer fra bransje til bransje, men det er normalt å ta utgangspunkt i over 2 (Hoff & Pedersen, 2019, s. 235). Formelen for likviditetsgrad 1 blir vist i formel 11.

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

Formel 1110: Likviditetsgrad 1 (Hoff & Pedersen, 2019, s. 238).

I figur 22 presenteres likviditetsgrad 1 til SalMar, konkurrentene til SalMar og et gjennomsnitt av bransjen, for de siste fem årene.



Figur 22: Likviditetsgrad 1

De fleste selskapene i bransjen møter anbefalingen på 2 i likviditetsgrad 1, utenom SalMar som i både 2020 og 2022 har under 2. Dette kommer av store investeringer som har ført til en økning i gjeld, både kortsiktig som vi bruker i denne analysen, men også langsiktig. Selv om likviditeten er under 2, vil det ikke være truene for selskapet med mindre den fortsetter å synke. Da vil selskapet få problemer med å dekke sine kortsiktige forpliktelser.

7.5 Soliditetsanalyse

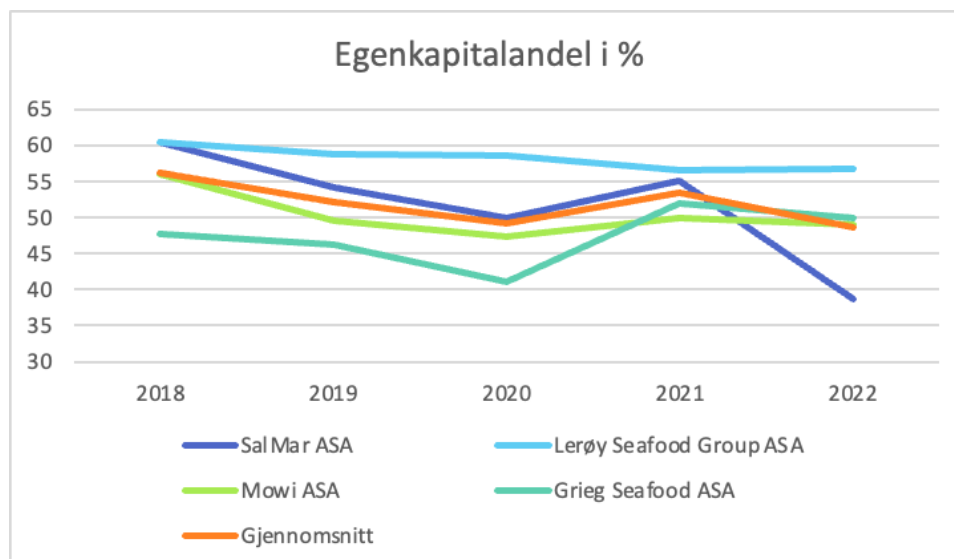
En soliditetsanalyse analyserer finansieringen til et selskap. Ofte finner en ut hvor stor del av eiendelen som er finansiert med egenkapital. Soliditeten forteller en om hvor store tap selskapet kan tåle uten å gå konkurs, og hvordan selskapet betaler for seg på lang sikt. Et selskap med høy egenkapitalandel vil ha lavere konkurrisiko enn et selskap med lav, fordi de har færre betalingsforpliktelser knyttet til gjeld (Hoff & Pedersen, 2019, s. 273).

Egenkapitalandel er en måte å regne ut soliditeten til selskapet, og hva som er anbefalt varierer, dette er fordi ulike bransjer påvirkes av hvor kapitalintensivt den er. En lav soliditet kan være et resultat av nylige investeringer, eller ekspansjoner, derfor vil det ikke nødvendigvis bety at selskapet gjør det dårlig. Tilvirkningsbedrifter med normal forretningsrisiko bør ha en egenkapitalprosent på 30-35% (Hoff & Pedersen, 2019, s. 277). Formelen for egenkapitalandel blir vist i formel 12.

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Sum Egenkapital}}{(\text{Sum Egenkapital} + \text{Sum Gjeld})} * 100$$

Formel 1211: Egenkapitalandel (Hoff & Pedersen, 2019, s. 276).

I figur 23 presenteres egenkapitalandelen til SalMar, konkurrentene til SalMar og et gjennomsnitt av bransjen i %, for de siste fem årene.



Figur 23: Egenkapitalandel i %.

Figur 23 viser at bransjens egenkapitalandel varierer, men at gjennomsnittet er rundt 40-60%, noe som er bra. SalMar har de siste fem årene hatt en ujevn egenkapitalandel, som har gått fra 60,4% i 2018 til 38,6% i 2022. I løpet av de siste årene har de gjort ulike investeringer som har blitt delvis finansiert av gjeld. Investeringer delvis finansiert av gjeld kan øke gjeldsgraden, som igjen kan redusere egenkapitalandel.

7.6 Oppsummering regnskapsanalyse

Gjennom regnskapsanalysen har det kommet fram at SalMar har hatt god inntjening og profitf gjennom de fem siste årene. Vi kan videre se en kraftig økning i balansen, der eiendelene har økt med 313%. Denne økningen har blitt finansiert med gjeld, og økt egenkapital.

Egenkapitalen har økt med 164%, mens gjelden har økt med hele 540%. Dette betyr at SalMar har satset sterkt på vekst gjennom oppkjøp av andre selskaper. Vi kan se dette på oppkjøpene de har hatt i løpet av denne femårige perioden.

Lønnsomheten til SalMar har i løpet av analyseperioden hatt en kraftig nedgang. Både totalkapitalrentabiliteten og egenkapitalrentabiliteten har gått fra å være bransjeledende til bransjesnittet. Som nevnt tidligere vil det være vanskelig å opprettholde like høy rentabilitet som tidligere ved økt kapital. Driftsmarginen har derimot vært stabil og høyest i bransjen gjennom hele perioden. Den høye driftsmarginen fører også til at selskapet får en høy EBIT-per kg. Dette fører til at selskapet også har høy EBIT per kg. Selskapet har opprettholdt høy EBIT-per kg, og utnytter hver kg slaktet laks godt.

Selskapets likvide stilling er dårligere enn konkurrentene, men de viser fortsatt ikke tegn til noe krise. Så lenge selskapets likviditetsgrad ikke fortsetter å synke, vil de klare å betale sine løpende forpliktelser. Soliditeten har vært nokså lik som resten av bransjen, foruten om siste analyse-år der SalMar hadde en kraftig svekket egenkapitalgrad. Likviditeten og soliditeten er viktig å analysere for å få et innblikk i selskapets økonomiske situasjon, men vil ikke inngå direkte i selve verdsettelsen.

Videre for å beregne de fremtidige kontantstrømmene er lønnsomheten fra kapittel 7.3 veldig viktig. Dette er fordi vi kommer til å benytte oss av gjennomsnittlig driftsmargin for de siste fem årene, for å beregne de fremtidige kontantstrømmene. Vi kommer til å benytte oss av historisk gjennomsnittlig driftsmargin for de siste fem årene for de forskjellige driftssegmentene. For SalMar Aker Ocean finnes det enda ikke noen driftsmargin, og derfor vil vi bruke historisk gjennomsnittlig driftsmargin for hele konsernet.

8 Fremtidige kontantstrømmer

Predikasjonen av de fremtidige kontantstrømmene er avgjørende for den fundamentale verdsettelsen. Det er de diskonterte fremtidige kontantstrømmene som skaper grunnlaget for en verdsettelse. Verdien på verdsettelsen avgjøres derfor av de fremtidige kontantstrømmene. Siden vi benytter oss av total kapitalmetoden, er vi nødt til å finne prognoser for den frie kontantstrømmen til selskapet, også omtalt som FCFF.

Historisk data vil være et bra utgangspunkt for å finne estimat for fremtidige kontantstrømmer. Men det vil være viktig å være klar over at den historiske dataen ikke nødvendigvis er representativ for fremtiden. De to viktigste faktorene som har spilt inn i løpet av perioden 2018-2022 er Covid-19 og introduksjonen av grunnrenteskatt for havbruk. Akkurat hvor mye SalMar har blitt påvirket av dette er vanskelig estimere, men for estimatene for de fremtidige kontantstrømmene har vi gjort de justeringene vi mener at er nødvendige. Dette blir gjort for å at kontantstrømmene for fremtiden skal bli så nøyaktig som mulig.

Siden SalMar har flere driftssegmenter og er deleiere i flere selskap, vil vi dele kontantstrømmene inn i 5. SalMar Midt-Norge, SalMar Nord-Norge, Icelandic Salmon AS, Norskott Havbruk AS og SalMar Aker Ocean. Vi velger å finne forskjellige EBIT-marginer,

for de forskjellige driftssegmentene. Samtidig vil de også ha forskjellige skattesatser etter hvor selskapene driver sine operasjoner.

Vi benytter oss av den strategiske og regnskapsmessige analysen som grunnlag for estimeringen av den fremtidige kontantstrømmen. Fra vår eksterne analyse fant vi blant annet at FAO og OECD venter gode utsikter for etterspørselen av sjømat. Ifølge Nærings- og fiskeridepartementet skal Norge ta del i denne verdiskapningen, men på den betingelse at veksten skal være bærekraftig. Fra vår interne analyse finner vi at SalMar innehar ressurser som bidrar til en sterk verdikjede, og som vil kunne opprettholde den gode lønnsomheten selskapet har hatt i tidligere år. SalMar har i tillegg teknologi innen havbasert oppdrett som har potensiale til å øke produksjonen på en mer bærekraftig måte. Vi tar også avgjørende antagelser i dette kapitlet for å finne en verdi som vi mener er mest mulig riktig. Videre i dette kapitlet skal vi se på faktorene som er avgjørende for å estimere den fremtidige FCF.

8.1 EBIT

I dette kapitlet skal vi beskrive de faktorene som vi mener er viktigst for verdiskapningen til SalMar. Dette kapitlet handler derfor spesielt om driftsinntekter og driftskostnader.

For å estimere FCF er det normalt å starte med prognoser av EBIT. EBIT er driftsresultatet før skatt, og kan både presenteres som et driftsoverskudd, eller en driftsmargin i %. Formelen for EBIT blir vist i formel 13.

$$EBIT = \text{Driftsinntekter} - \text{Driftskostnader}$$

Formel 1312: EBIT (Hoff & Pedersen, 2019, s. 221).

8.1.1 Driftsinntekter

I dette del-kapitlet blir det utarbeidet prognoser av driftsinntekter. Det er hovedsakelig to faktorer som avgjør driftsinntektene til SalMar: lakseprisen og slaktevolumet. Vi tar utgangspunkt i verdidriverne til selskapet både i dag, men også historisk.

Driftsinntektene for hele SalMar har over de siste fem årene økt kontinuerlig, slik som vist i tabell 8. Gjennomsnittlig vekst fra 2018-2022 har vært 16%. Veksten var størst fra 2021 til 2022 når den var på 34%.

mNOK	2018	2019	2020	2021	2022	Gj. snitt
Driftsinntekter	11 343	12 238	12 912	15 044	20 158	
Vekst		8 %	6 %	17 %	34 %	16 %

Tabell 8:

8.1.2 Lakseprisen

Lakseprisen er en avgjørende faktor for de fremtidige inntektene. Størrelsen på inntektene legger grunnlaget for aksjekursen til selskapet. Lakseprisen blir bestemt av tilbud og etterspørsel, og det er markedet som setter markedsprisen. Vi antar at SalMar er en pristaker, og at bedriftens beslutninger ikke vil påvirke markedsprisen. Det eneste alternative de har er å forhandle frem kontrakter med fast pris. For å forstå hvor avgjørende lakseprisen er, kan man henvise til Misund (2018), som finner at en 1% økning i lakseprisen vil føre til en 0,14-0,43% økning i aksjekursen til lakseselskaper. Lakseprisen er veldig volatil, og endrer seg fort, derfor vil en slite med å estimere fremtidige priser. Dette fører til at det kan bli store avvik mellom forventa driftsinntekter og faktisk driftsinntekt.

I denne oppgaven benytter vi oss av Fishpool sin forwardpris, som har estimerer på laksepriser frem til 2025. For kontantstrømmene i årene 2026 og 2027 bruker vi egne estimerer for lakseprisen. Vi antar konstant pris fra 2025, og begrunner det med mangel på offentlige tilgjengelige informasjon om fremtidige priser.

Tabell 9, viser vi prognosene for pris per kg sløydvekt i NOK vi bruker videre i estimeringen av de fremtidige kontantstrømmene.

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Forwardpris	96	87	81	81	81

Tabell 9: Prognose av lakseprisen.

Det er et avvik mellom lakseprisen, og hvor mye oppdrettsselskapene tjener per slaktet kg laks. Dette avviket kommer på grunn av kostnader knytte til transport, kvalitetsjustering, størrelsesjustering og eksportørmargin. Denne kostnaden ble i 2019 beregnet til 2,5 kr per kg, slik som vist i tabell 10, og dette avviket vil bli benyttet i denne oppgaven.

Avvik mellom forwardpris og pris til selskaper			
	Transport	kr	0,70
+	Kvalitetsjustering	kr	0,55
+	Størrelsesjustering	kr	0,25
+	Eksportørmargin	kr	1,00
=	Korrigerings	kr	2,50

Tabell 10: Korrigerings av faktisk inntekt per kg slaktet laks. (Misund, 2019, s.107).

I tabell 11 vises prisen per kg slaktet laks oppdrettsselskapene får etter korrigeringsen for avviket mellom forwardprisen og netback prisen.

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Forwardpris	96	87	81	81	81
Korrigerings	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5
Netback pris	93,5	84,5	78,5	78,5	78,5

Tabell 11: Netback pris

Vi vil videre bruke netback prisene som vist i tabell 11, for alle driftssegmentene til SalMar, og derfor vil ikke datterselskapene i Storbritannia eller Island ha en forskjellig laksepris fra Norge.

8.1.3 Produksjonsvolum

Produksjonsvolumet til oppdrettsselskap blir begrenset av antall konsesjoner og størrelsene på konsesjonene. Dette medfører at det er vanskelig å vokse fordi det krever tilgang på flere konsesjoner. Økt produksjonsvolum kan komme gjennom oppkjøp av andre selskaper, tildelelse av nye konsesjoner, eller nye produksjonsmetoder.

Produksjonsvolumet til SalMar har gjennom analyseperioden i snitt hatt en vekst på 5% i slaktevolum, dette kan en se i tabell 12. Den eneste nedgangen var fra 2018 til 2019. Nedgangen i 2019 ble forårsaket av økt luspress mot slutten av året, som førte til at de valgte å slakte fisken tidligere enn planlagt for å redusere biologisk risiko. Dette gjorde at SalMar hadde lavere snittvekt på slaktet fisk (SalMar, 2019, s.75-76). Oppkjøpet av NTS, NRS og SalmoNor i 2022 fører til at SalMar har mulighet til å øke produksjonen.

	2018	2019	2020	2021	2022	Gj. snitt
Slaktevolum (i tonn)	159 000	153 100	161 500	182 100	193 700	
Vekst		-4 %	5 %	13 %	6 %	5 %

Tabell 12: Historisk vekst i slaktevolum for SalMar, ekskludert for Norskott Havbruk

SalMar har forskjellige begrensninger per driftsområde. For 2023 har de begrensninger på 89 173 MTB i Midt-Norge, 74 336 MTB i Nord- Norge og 23 700 MTB for Icelandic Salmon AS. I kvartalsrapporten Q4 2022 forventer SalMar et slaktevolum på totalt 296 000 tonn for 2023. Dette er fordelt mellom de forskjellige lokasjonene, Midt- og Nord- Norge, Island, Scotland og Shetland. De forventer å ha et slaktevolum på 148 000 tonn i Midt-Norge, 95 000 tonn i Nord- Norge, 16 000 tonn på Island og 37 000 tonn i Scotland og Shetland. For 2024 skriver de at de forventer en betydningsfull økning i produksjonsvolumet for Icelandic Salmon AS, på grunn av investeringene i smolt kapasitet i 2021 og 2022. Hva en betydningsfull økning er, er vanskelig å si, vi antar derfor en økning på 20% fra 2023 til 2024.

Forventet vekst fra 2022 til 2023 er svært høy på grunn av oppkjøpet av NTS, NRS og SalmoNor. Fremover forventer SalMar at dette skal skape synergieffekter mellom de forskjellige enhetene i selskapet. Veksten i slaktevolum vil derimot bli forventet at stagnerer, opp mot maksimal tillatt biomasse. Oppdrett i Norge er sterkt preget av streng regulering, på bakgrunn av at vekst må være bærekraftig. Dette betyr at betydelig vekst må komme fra oppkjøp eller eventuelt utvidelser av de andre operasjonene på Island eller Scotland. Samtidig har SalMar store forventninger knyttet til havbasert oppdrett, og forventer å kunne slakte fiske fra oppdrett offshore i 2024.

I 2016 ble åtte utviklingskonsesjoner gitt til Ocean Farming AS, som er et datterselskap av SalMar. I 2020 ble konsesjonene omgjort til permanente konsesjoner. Høsten 2022 fikk SalMar tillatelse til å prøve en ny runde med oppdrett i Ocean Farm 1, men prosjektet fikk en tillatelse på maks 9 000 tonn MTB for første produksjonssyklus, og ikke 19 000 MTB som de søkte om i 2021 (Soltveit, 2021). Tillatelsen ble en del mindre fordi behovet til fiskens ble i stor grad tatt hensyn til. "Fiskens behov og biologi veier svært tungt ved utvikling av ny teknologi for havbruk" (Kyst, 2022). SalMar skriver i kvartalsrapporten for siste kvartal i

2022 at de forventer at den neste produksjonssyklusen til SalMar Aker Ocean starter i april 2023, og kan slaktes i 2024 (SalMar, 2023, s.7).

Tillatelsen vil føre til at SalMar kan øke slaktevolumet for 2024 med 12 790 tonn. Blir prosjektet en suksess vil en kunne anta at SalMar videre får en maks MTB på 19 000 tonn. Dette kan bety en økning på 27 000 tonn slaktet volum. Slaktevolumet for 2024 blir derfor økt med 12 790 tonn, og videre antas vi full kapasitet og en økning på 27 000 tonn til 2025.

Dette kan virkelig være banebrytende for SalMar og produksjon av oppdrettsbasert laks. SalMar skriver at som en konsekvens av forslag om grunnrenteskatt har Ocean Farm 2 og Smart Fish Farm blitt utsatt. Det finnes lite informasjon om hva som kommer til å skje med de prosjektene, utover at de har blitt utsatt. Derfor antar vi ikke noen investeringer, eller produksjonssykluser fremover for Ocean Farm 2 og Smart Fish Farm. SalMar Aker Oceans har som mål å produsere 150 000 tonn slaktet laks per år i 2030, fra årsrapporten i 2021, dette blir vanskelig å oppnå på grunn av utsettelsene (SalMar, 2022, s.11).

I tabell 13 viser vi prognosert slaktevolum for 2023 til 2027.

Tonn	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Midt- Norge	148 000	148 000	148 000	148 000	148 000
Nord- Norge	95 000	95 000	95 000	95 000	95 000
Icelandic Salmon AS	16 000	19 200	19 200	19 200	19 200
Norskott Havbruk AS	37 000	37 000	37 000	37 000	37 000
SalMar Aker Ocean	0	12 790	27 000	27 000	27 000

Tabell 13: Prognose av slaktevolum 2023-2017

8.1.4 Andre driftsinntekter

I tillegg til driftsinntekter fra salg av slaktet fisk, kan også selskapet få inntekter fra netto finansposter, og virkelige verdijusteringer. Disse typene inntekter er vanskelige å estimere, fordi de er veldig uforutsigbare, et år kan de være positive og neste år kan de være negative. Vi inkluderer derfor ikke noen estimater for fremtidig inntekt knyttet til disse postene.

SalMar har også en inntektskilde fra investeringer i tilknyttede selskaper. Størrelsen på disse inntektene har derimot ikke vært av en betydelig størrelse, i 2021 var de 0,6%, mens i 2022

var de 0,3% av driftsinntektene. Siden størrelsen av inntektene er så små, så velger vi å se vekk fra denne posten, og dermed ikke predikere denne type inntekt.

8.1.5 Prognosert driftsinntekt

Prognosene for driftsinntektene blir netback pris x mengde. Prognosene fra 2023 til 2027 blir vist i tabell 14.

mNOK	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Midt- Norge	13 838	12 506	11 618	11 618	11 618
Nord- Norge	8 883	8 028	7 458	7 458	7 458
Icelandic Salmon AS	1 496	1 622	1 507	1 507	1 507
Norskott Havbruk AS	3 460	3 127	2 905	2 905	2 905
SalMar Aker Ocean	0	1 081	2 120	2 120	2 120

Tabell 14: Prognose av driftsinntekter 2023-2027

Videre tror vi at SalMar går inn i en stabil vekstperiode fra 2028.

8.2 EBIT-margin

SalMar har i løpet av de siste fem årene hatt en gjennomsnittlig driftsmargin (EBIT-margin) på 26%, men med stor forskjell mellom driftssegmentene. Selv om mange av kostandene vil øke fremover i tid, tror vi på synergieffektene SalMar greier å skape etter oppkjøpet av NTS, NRS og SalmoNor, gjør at produksjonen i Norge greier å holde gjennomsnittlig EBIT-margin fra de fem siste årene, også i årene fremover. Operasjonene i Island, og Storbritannia har lavere gjennomsnittlig EBIT-margin, og vi forventer at de minst greier å opprettholde gjennomsnittet fra de fem siste årene. For SalMar Aker Ocean bruker vi gjennomsnittlig EBIT-margin for hele SalMar i løpet av de siste fem årene, fordi dette er gjennomsnittet av driftssegmentene som gjør det bra, og de som gjør det mindre bra.

De fremtidige driftskostnadene til SalMar er vanskelig å estimere, vi velger heller å estimere fremtidig EBIT ved å gange de fremtidige driftsinntektene med en konstant EBIT-margin. I tabell 15 kan en se EBIT-marginen til de forskjellige driftssegmentene.

EBIT-margin i %	
Midt- Norge	38 %
Nord- Norge	40 %
Icelandic Salmon AS	4 %
Norskott Havbruk AS	17 %
SalMar Aker Ocean	26 %

Tabell 15: EBIT-margin i %.

Disse prosentandelene blir videre brukt til å finne EBIT, fra fremtidige kontantstrømmer. Prognosene for EBIT for 2023 til 2027 blir vist i tabell 16. For 2028 benytter vi oss av EBIT fra 2027 og ganger den med fremtidig evig vekst på 2%. Det er kontantstrømmen for 2028 som blir brukt til å regne ut terminalverdien i 2027.

mNOK	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Midt- Norge	5 294	4 785	4 445	4 445	4 445
Nord- Norge	3 517	3 179	2 953	2 953	2 953
Icelandic Salmon AS	58	63	58	58	58
Norskott Havbruk AS	583	527	489	489	489
SalMar Aker Ocean	0	283	556	556	556

Tabell 16: Prognose av EBIT 2023-2027

8.3 Skatt

De forskjellige driftssegmentene betaler skatt til forskjellige land, og hvert enkelt land har en egen skatteprosent. Derfor vil driftssegmentene betale forskjellige skatteprosent. I Norge har vi en selskapsskatt på 22%, i tillegg skal vi bruke forslaget om en grunnrenteskatt på 35%, som gjør at operasjonene i Midt- og Nord-Norge skattlegges med totalt 57%. For Island er selskapsskatten 20%, og for Storbritannia er selskapsskatten 21%.

Prognosene for skatt blir vist i tabell 17.

mNOK	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Midt- Norge	3 018	2 727	2 534	2 534	2 534
Nord- Norge	2 005	1 812	1 683	1 683	1 683
Icelandic Salmon AS	12	13	12	12	12

Norskott Havbruk AS	122	111	103	103	103
SalMar Aker Ocean	0	62	122	122	122

Tabell 17: Prognose av skatt 2023-2027

8.4 Investeringer (CAPEX)

CAPEX er investeringer som er forventet at skal bidra til å generere fremtidige inntekter over flere perioder, for eksempel vil det være kjøp av bygg og landarealer. Disse typene investeringer blir avskrevet over deres levetid (Damodoran, 2012, s. 42). I løpet av de siste fem årene har den netto investeringen utgjort 15% av driftsinntektene, som vist i tabell 18.

mNOK	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekt	11 343	12 238	12 912	15 044	20 158
Netto investeringer	946	1 347	3 749	2 217	2 453
Andel	8 %	11 %	29 %	15 %	12 %
Gj. snittlig andel	15 %				

Tabell 18: Investeringer som andel av driftsinntekter.

SalMar skriver i kvartalsrapporten for q4 2022 at det ville vært uforsiktig å gjennomføre nye investeringer nå, og derfor setter de alle investeringene på vent. Videre skriver de at industrien må nedskalere og redusere planlagte investeringer fremover. Samtidig må industrien søke etter nye og mer effektive løsninger. Grunnrenteskatt vil få store påvirkninger på fremtidige investeringer. For 2023 har SalMar planlagt å investere 1,6 milliarder i Norge, der blant annet ny smolt fabrikk er planlagt i midt- Norge. Videre har de planlagt å bruke 0,3 milliarder på Island, og 0,2 milliarder for oppgraderinger knyttet til Ocean Farm 1. Dette utgjør totalt 2,1 milliarder kroner.

Vi tror investeringene utenom planlagte investeringer i 2023, vil bestå av vedlikeholds investeringer. Dette betyr at vi tror investeringer vil være like store som avskrivninger, utenom i år 2023.

Prognoser for investeringer blir vist i tabell 19.

mNOK	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Midt- Norge	974	674	626	626	626
Nord- Norge	626	433	402	402	402
Icelandic Salmon AS	381	87	81	81	81
Norskott Havbruk AS	186	169	157	157	157
SalMar Aker Ocean	200	58	114	114	114

Tabell 19: Investeringer

8.5 Avskrivninger

Avskrivninger er en stor kostnad for SalMar på grunn av store investeringer som må avskrives over tid. Investeringer i anleggsmidler blir fordelt på eiendelens levetid, og blir enten fordelt likt per år, eller som en prosent sats av eiendelens resterende verdi. Historiske avskrivninger blir vist i tabell 20.

mNOK	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekt	11 343	12 238	12 912	15 044	20 158
Av- og nedskrivninger	488	718	812	807	1 038
Andel	4 %	6 %	6 %	5 %	5 %
Gjennomsnittlig andel	5 %				
Korrelasjon	0,89				

Tabell 20: Avskrivninger

I tabell 20 ser vi at av- og nedskrivninger utgjør i gjennomsnitt 5,39% av driftsinntektene til hele SalMar fra 2018 til 2022. Korrelasjonen er også høy mellom driftsinntektene og av- og nedskrivninger. Derfor antar vi at SalMar vil ha av- og nedskrivninger på 5,39% av driftsinntektene fremover. Vi forenkler avskrivningene med å anta at avskrivningene vil være en like stor prosentandel på de forskjellige driftssegmentene.

Prognoser for av- og nedskrivninger blir vist i tabell 21.

mNOK	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Midt- Norge	746	674	626	626	626
Nord- Norge	479	433	402	402	402
Icelandic Salmon AS	81	87	81	81	81
Norskott Havbruk AS	186	169	157	157	157
SalMar Aker Ocean	0	58	114	114	114

Tabell 21: Prognoser for av- og nedskrivninger

8.6 Endring i arbeidskapital

$$\text{Arbeidskapital} = \text{kortsiktig eiendeler} - \text{kortsiktig gjeld}$$

Formel 1413: Arbeidskapital (Kaldestad & Møller, (2011), s.148).

Arbeidskapitalen er altså de likvide midlene som et selskap kan bruke for å betale sine løpende kostnader. Formelen for arbeidskapital blir vist i formel 14. I verdsettelse er en nødt til å ta hensyn arbeidskapital som varierer og påvirkes av driften. Det er viktig å ta hensyn til endring i arbeidskapitalen, fordi den påvirker FCFF. Dersom arbeidskapitalen synker vil FCFF øke, og motsatt vil FCFF synke dersom arbeidskapitalen øker.

De siste fire årene har arbeidskapitalen gjennomsnittlig vokst 21% per år, dette kan en se i tabell 22. Bare i løpet av 2021 økte arbeidskapitalen med 75%. Dette var fordi den kortsiktige gjelden var tilnærmet uendret, mens økning i både varelager og sum kasse/bank/post, førte til at omløpsmidlene økte. Dette førte til at SalMar hadde en høy arbeidskapital på 6 188 millioner kr i inngangen til 2023. Endringen har vært vanskelig å forutse, og det vil være vanskelig å estimere hvordan endringen i arbeidskapital vil bli fremover. Videre antar vi at arbeidskapitalen ikke endres fremover, og derfor setter vi endring i arbeidskapital til 0 i årene fremover. Dermed vil ikke endring i arbeidskapital påvirke estimatet for fremtidig kontantstrøm.

mNOK	2018	2019	2020	2021	2022	Gj.snitt
Arbeidskapital	3 489	4 232	3 182	5 558	6 188	
Endring i %		21 %	-25 %	75 %	11 %	21 %

Tabell 22: Arbeidskapital

8.7 Kontantstrømmen til totalkapitalen (FCFF) (med grunnrenteskatt).

Midt-Norge

	mNOK	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
	EBIT (1-t)	2 277	2 057	1 911	1 911	1 911
+	Avskrivninger	746	674	626	626	626
-	Investeringer	974	674	626	626	626
-	Endring i AK	0	0	0	0	0
=	FCFF	2 048	2 057	1 911	1 911	1 911

Tabell 23: FCFF Midt-Norge

Nord-Norge

	mNOK	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
	EBIT (1-t)	1 513	1 367	1 270	1 270	1 270
+	Avskrivninger	479	433	402	402	402
-	Investeringer	626	433	402	402	402
-	Endring i AK	0	0	0	0	0
=	FCFF	1 366	1 367	1 270	1 270	1 270

Tabell 24: FCFF Nord-Norge

Icelandic Salmon AS

	mNOK	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
	EBIT (1-t)	46	50	47	47	47
+	Avskrivninger	81	87	81	81	81
-	Investeringer	381	87	81	81	81
-	Endring i AK	0	0	0	0	0
=	FCFF	-254	50	47	47	47

Tabell 25: FCFF Icelandic Salmon AS

Norskott Havbruk AS

	mNOK	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
	EBIT (1-t)	460	416	386	386	386
+	Avskrivninger	186	169	157	157	157
-	Investeringer	186	169	157	157	157
-	Endring i AK	0	0	0	0	0
=	FCFF	460	416	386	386	386

Tabell 26: FCFF Norskott Havbruk AS

SalMar Aker Ocean

	mNOK	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
	EBIT (1-t)	0	221	434	434	434
+	Avskrivninger	0	58	114	114	114
-	Investeringer	200	58	114	114	114
-	Endring i AK	0	0	0	0	0
=	FCFF	-200	221	434	434	434

Tabell 27: FCFF SalMar Aker Ocean

FCFF- for hele SalMar, inneholder 100% av Midt- og Nord-Norge, 51% av Icelandic Salmon AS, 50% av Norskott Havbruk AS og 85% av SalMar Aker Ocean.

	mNOK	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
	FCFF	3 344	3 846	3 767	3 767	3 767

Tabell 28: FCFF SalMar

8.8 Kontantstrømmen til totalkapitalen (FCFF) (uten grunnrenteskatt)

I dette kapitlet har vi bare med Midt- og Nord-Norge, fordi det er disse to driftssegmentene som blir påvirket av grunnrenteskatt. Totalen til SalMar, Iceland Salmon AS, Norskott Havbruk AS og SalMar Aker Ocean forblir uendret, og det gjør også eierandelen som vi bruker til å finne totalen.

Midt-Norge

mNOK	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
EBIT (1-t)	4 130	3 732	3 467	3 467	3 467
+ Avskrivninger	666	605	558	558	558
- Investeringer	974	605	558	558	558
- Endring i AK	0	0	0	0	0
= FCFF	3 821	3 732	3 467	3 467	3 467

Tabell 29: FCFF Midt-Norge, uten grunnrenteskatt

Nord-Norge

mNOK	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
EBIT (1-t)	2 744	2 480	2 303	2 303	2 303
+ Avskrivninger	427	388	358	358	358
- Investeringer	626	388	358	358	358
- Endring i AK	0	0	0	0	0
= FCFF	2 545	2 480	2 303	2 303	2 303

Tabell 30: FCFF Nord-Norge, uten grunnrenteskatt

SalMar

mNOK	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
FCFF	6 297	6 633	6 356	6 356	6 356

Tabell 31: FCFF SalMar, uten grunnrenteskatt

9 WACC – avkastningskravet til totalkapitalen.

I dette kapitlet beregner vi avkastningskravet som vi skal bruke til å neddiskontere den fremtidige kontantstrømmen. Avkastningskravet vi bruker er selskapets vektede, gjennomsnittlige kapitalkostnad. For å finne avkastningskravet til totalkapitalen må vi finne avkastningskravet til egenkapitalen, og avkastningskravet til gjelden, og vekte de med andelen av totalkapitalen. For å finne avkastningskravet til egenkapitalen benytter vi oss av *CAPM*, og for å finne avkastningskravet til gjelden benytter vi oss av en risikofri rente, samt et påslag for SalMar sin misligholdsrisiko.

9.1 Avkastningskravet til egenkapitalen

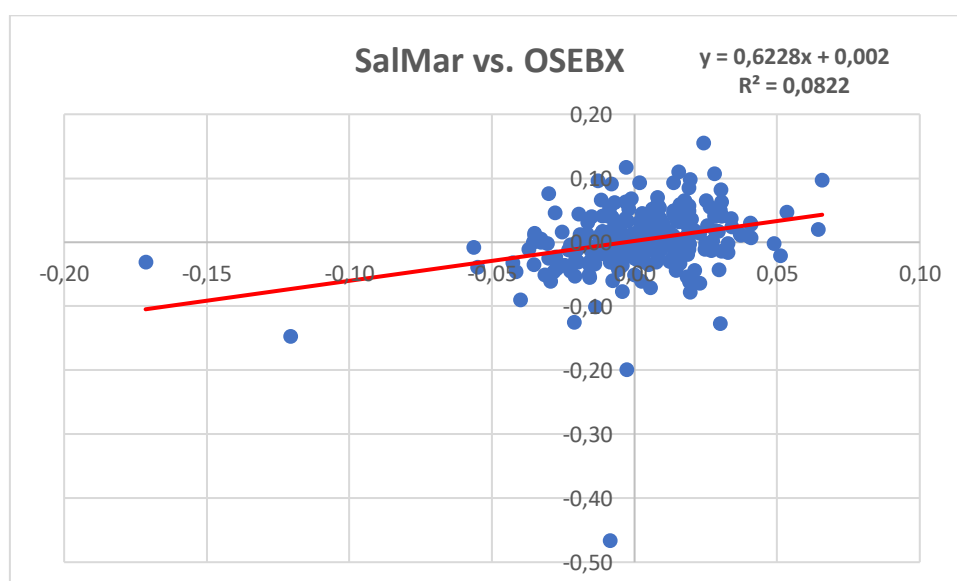
9.1.1 Risikofri rente

I denne oppgaven velger vi å benytte oss av lang rente, og renten vil da være renten på en langsiktig statsobligasjon. Dette blir omtalt som et godt valg mellom det som er teoretisk rett og det som er praktisk. Dette er den beste indikatoren vi har på langsiktige investeringer. Renten på 10-årige statsobligasjon hos Norges Bank er per 22.03.23 3,053% (Norges Bank, 2023), vi bruker denne renten til å regne ut avkastningskravet til egenkapitalen, og gjeldskostnaden.

9.1.2 Beta

Metoden vi har brukt for å estimere betaen til SalMar er en regresjonsanalyse. Vi har samlet 256 observasjoner av den ukentlige avkastningen til SalMar og OSEBX (Oslo Børs hoved aksjeindeks) i perioden fra 01.01.2018 til 01.01.2023. Observasjonene vises som blå prikker i figur 24, mens regresjonslinjen er den røde linjen. Linjen indikerer det lineare forholdet mellom OSEBX på x-aksen og SalMar på y-aksen.

Den estimerte beta-verdien vi får i fra modellen er 0,6228 Dette tallet forteller oss at en 1 % økning av OSEBX -indeksen har i gjennomsnitt ført til en 0,6228 % økning av SalMars aksjekurs. At tallet er under en forteller oss at SalMars aksjekurs har vært mindre volatil enn markedet i perioden.



Figur 24: SalMar Beta

R^2 -verdien er 0,0822 som forteller oss at 8,22% av aksjens bevegelser kan forklares av bevegelser i markedet. Resten av bevegelsene er relatert til usystematisk risiko.

Vi ønsker å finne ut hva selskapets beta er for å regne ut avkastningskravet i verdsettingsmodellen.

9.1.3 Markedets risikopremie

PWC har gjort en analyse som viser at medianen for markedsrisikopremien for 2022 var 5% (pwc, 2022). Vi vil videre i oppgaven benytte oss av en markedsrisikopremie på 5%.

9.1.4 Avkastningskravet til egenkapitalen

Når vi setter den risikofrie renten, betaen og markedets risikopremie inn i formelen *CAPM*, får vi et avkastningskrav på 6,17% for egenkapitalen, som vist i formel 15.

$$R_e = 3,053\% + 0,6228(5\%) = 6,17\%$$

Formel 1514: Avkastningskrav på egenkapital, SalMar

9.2 Gjeldskostnad

9.2.1 Misligholdsrisiko

Misligholdsrisikoen til SalMar har blitt vurdert av Nordic Credit Rating, som ga selskapet en rating på BBB+ 15.11.22. SalMar ble nedgradert fra A- til BBB+, dette kom som en følge av at SalMars gjeld økte, fordi de fusjonerte med det norske selskapet NTS ASA som hadde en høy gjeldsgrad (Kristiansen, 2022, s. 1). De har estimert gjelden til selskapet som moderat. I tillegg har grunnrenteskatt ført til et ekstra press på selskapet fordi de får økte skattekostnader. Selv om Nordic Credit Rating forventer at SalMar reduserer gjelden over tid, mener de at fusjonen vil føre til økt finansiell risiko. De forventer også at fusjonen reduserer effektiviteten fordi NTS har lavere EBITDA. Samtidig forventes det at SalMar kan øke volumet sitt med 30%, og styrke sin posisjon som et av de største lakseselskapene i verden.

Den langsiktige ratingen til Nordic Credit Rating på BBB+ bygger på en analyse som har kommet frem til at selskapet har tilstrekkelig kapasitet til å oppfylle sine forpliktelser. Det blir også lagt vekt på at det er mer sannsynlighet for at ugunstige økonomiske forhold eller

endrede omstendigheter kan føre til svekket kapasitet til å oppfylle de finansielle forpliktelsene. Ratingen fører til et påslag på 2% ifølge Damodoran sin tabell fra 2023 (Damodoran, 2023).

9.2.2 Gjeldskostnaden

Gjeldskostnaden til SalMar før skatt blir vist i formel 16.

$$\text{Gjeldskostnad før skatt} = 3,053\% + 2\% = 5,053\%$$

Formel 1615: Gjeldskostnad før skatt, SalMar

SalMar er et norsk oppdrettsselskap, og blir derfor nødt til å betale en selskapsskatt til den staten på 22%. Vi bruker samme avkastningskrav for hele SalMar, og bruker derfor selskapsskatten i Norge fordi det er et Norsk selskap. Gjeldskostnaden blir korrigert, fordi rentene SalMar betaler på gjeld kvalifiserer for skattefradrag. Dette gjør at gjeldskostnaden blir lavere. I formel 17 viser vi gjeldskostnaden til SalMar etter skatt.

$$\text{Gjeldskostnad etter skatt} = (3,052 + 2\%) * (1 - 22\%) = 3,94\%$$

Formel 1716: Gjeldskostnad etter skatt, SalMar

Grunnrentesatsen er knyttet til resultat, og dette gjør at den derfor ikke skal benyttes på finansielle aktiviteter, det fører til at den heller ikke skal benyttes i beregningen av WACC.

9.3 Egenkapitalandel og gjeldsandel

For å vekte egenkapitalkostnaden og gjeldskostnaden trenger vi å vite hvor stor del de utgjør av totalkapitalen. Markedsverdien på egenkapitalen finner vi ved å multiplisere aksjekursen med antall utstedte aksjer. Vi benytter oss av aksjeprisen per 19 april, og har valgt å bruke bokført verdi fra Q4 til gjeldsverdi.

Egenkapital- og gjeldsandel	
mNOK	
Antall aksjer	145 138 920
Aksjepris per 19.04.23	468
Markedsverdi EK	67 852

Markedsverdi gjeld	37 896
Totalkapital	105 748
Egenkapitalandel	64 %
Gjeldsandel	36 %

Tabell 32: Egenkapital- og gjeldsandel

Ifølge utregningen i tabell 32 er egenkapitalandelen til SalMar på 64%, og gjeldsandelen på 36%, dette er beregninger som vi bruker for å regne ut WACC.

9.4 WACC

For å beregne WACC i benytter oss av formel 3, som ble introdusert i kapittel 5.

$$WACC = 6,17\% * 64\% + 5,053\% * 36\% * (1 - 22\%) = 5,37\%$$

Formel 1817: WACC, SalMar

I verdsettelsen vil vi benytte oss av et avkastningskrav på 5,37%, fremgangsmåten blir vist i formel 18. Dette avkastningskravet er viktig for å diskontere prognosert fremtidig kontantstrøm. Hvis vi underestimerer avkastningskravet, vil vårt estimat på aksjekursen være høyere enn det burde, og vice versa. Lavt avkastningskrav vil bety at en ikke trenger høy avkastning for å opprettholde selskapet, og selskapet vil derfor bli verdsett høyt. Høyt avkastningskrav vil derimot kreve høyere avkastning, og dette øker risikoen, fordi det vil være vanskelig å opprettholde høy avkastning. Dette vil derfor gjøre at selskapet blir verdsett lavere.

9.5 Vekst

For årene etter “steady state” benytter en seg av en vekstrate som en antar at selskapet vil ha til evig tid. Denne veksten er avgjørende for formelen en bruker for å regne ut terminalverdien. Veksten en bruker i “steady state” er ofte lav, fordi det er vanskelig å opprettholde konkurransefortrinn og høy vekst over lang tid. I denne oppgaven benytter vi oss av samme vekstrate på 2% som SalMar gjør i sin årsrapport fra 2021 (SalMar, 2022, s. 117). I Norge har pengepolitikken et mål på nær 2% inflasjon over tid (Norges Bank, 2020). En eventuell høyere vekst ville ført til at selskapet over tid ville vokst mer enn Norges økonomi,

og da hadde en antatt at selskapet hadde blitt større enn hele Norges økonomi, noe som er urealistisk.

10 Verdsettelse

Verdsettelsen av selskapet presenterer vår tolkning av selskapets prestasjoner, og fremtidig drift. Dette inneholder elementer som er vanskelig å tallfeste, blant annet: hvor effektiv driften er, og hvor høy lønnsomheten vil være i fremtiden. For oppdrettsselskap er konsesjoner, plassering og kunnskap, viktig for å opprettholde en effektiv drift.

Som et resultat av den strategiske analysen har vi funnet flere tegn på at SalMars fremtidige drift også vil kunne levere effektivt og lønnsomt. Blant annet vil etterspørselsveksten av sjømat, og effektiviseringen av driften gjennom InnovaMar og InnovaNor være med på å opprettholde høy lønnsomhet. I tillegg vil SalMar potensielt kunne øke produksjonen på en bærekraftig måte gjennom havbasert oppdrett. Dette legger grunnlag for antagelser om effektiv fremtidig drift og høy driftsmargin. Derfor bruker vi lik driftsmargin for både 2023 til 2027, og til evig tid.

I denne verdsettelsesoppgaven av SalMar skal vi se på hvor stor forskjellen i verdi per aksje med og uten grunnrenteskatt. For at vi skal komme med et estimat på aksjeprisen må vi diskontere de estimerte fremtidige kontantstrømmene til dagens verdi. Vi bruker derfor avkastningskravet som vi beregna i delkapittel 9.4.

Videre i dette kapittelet skal vi regne ut nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene, og en terminalverdi. Disse to leddene blir summert, og er total kapitalverdien til SalMar. Videre trekker vi ifra gjeld, for å finne egenkapitalverdien til SalMar. Egenkapitalverdien blir deretter delt på antall aksjer for å finne aksjeprisen. Vi har en verdsettelse med grunnrenteskatt på 35%, og en verdsettelse uten grunnrenteskatt.

10.1 Verdsettelse av SalMar med grunnrenteskatt

I dette delkapittelet presenterer vi vårt estimat av aksjeverdien til SalMar, dersom produksjonen av matfisk i Norge blir påvirket av en grunnrenteskatt på 35%. Vi bruker FCFE som ble prognosert i kapittel 8, og diskonterer med avkastningskravet vi fant i kapittel 9.4 på 5,37%. I tabell 33 viser vi nåverdien av de fremtidige FCFE, og den totale summen.

mNOK	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	Sum
FCFF	3 344	3 846	3 767	3 767	3 767	
Nåverdi	3 174	3 464	3 220	3 056	2 900	15 813

Tabell 33: Nåverdi av FCFF

Terminalverdien inneholder tre ulike faktorer, den evige veksten i kontantstrømmen, avkastningskravet og neste års kontantstrøm. I formel 19 har vi estimert terminalverdien for 2027.

$$Terminalverdi_{2027} = \frac{FCFF_{2027+1}}{r - g} = \frac{3\,767 \cdot 1,02}{(0,0537 - 0,02)} = 114\,025$$

Formel 1918: Terminalverdi for 2027 med grunnrenteskatt

Terminalverdien må diskonteres, i tabell 34 viser vi estimert nåverdien for terminalverdien.

Terminalverdi	114 025
Nåverdi	87 787

Tabell 34: Estimert Terminal- og Nåverdi

I tabell 35 presenterer vi vårt estimat av total kapitalverdien, og verdien til egenkapitalen. For å finne verdien til egenkapitalen, benytter vi oss av total kapitalverdien og trekker ifra gjeld. Vårt estimat på verdien til egenkapitalen er 65 254 millioner NOK. Dette gir en aksjekurs på 450 NOK.

Grunnrenteskatt	
Terminalverdi	114 025
Nåverdien av sluttverdien	87 787
Nåverdi FCFF	15 813
Verdien av selskapet	103 600
Gjeld	38 346
Verdien av egenkapitalen	65 254
Antall aksjer:	145 138 920
Aksjeverdien	450

Tabell 35: Aksjeverdi med grunnrenteskatt

10.2 Verdsettelse av SalMar uten grunnrenteskatt

I dette delkapittelet presenterer vi vårt estimat av aksjeverdien til SalMar, dersom det ikke blir innført en grunnrenteskatt på 35% på produksjonen av matfisk i Norge. Vi bruker FCFF som ble prognoserte kapittel 8, og diskonterer med avkastningskravet vi fant i delkapittel 9.4 på 5,37%. I tabell 36 viser vi nåverdien av de fremtidige FCFF, og den totale summen.

mNOK	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	SUM
FCFF	6 297	6 633	6 356	6 356	6 356	
Nåverdi	5 976	5 974	5 433	5 156	4 893	27 433

Tabell 36: Nåverdi av fremtidig FCFF

I formel 20 har vi estimert terminalverdien for 2027.

$$\text{Terminalverdi}_{2027} = \frac{FCFF_{2027+1}}{r - g} = \frac{6\,356 \cdot 1,02}{0,0537 - 0,02} = 192\,412$$

Formel 20: Terminalverdi for 2027 uten grunnrenteskatt

Terminalverdien må diskonteres, i tabell 37 viser vi estimert nåverdien for terminalverdien.

Terminalverdi	192 412
Nåverdi	148 135

Tabell 37: Nåverdi av terminalverdien

I tabell 38 presenterer vi vårt estimat av total kapitalverdien, og verdien til egenkapitalen. For å finne verdien til egenkapitalen trekker vi gjeld fra total kapitalverdien. Vårt estimat på verdien til egenkapitalen er 137 223 millioner NOK. Dette gir en aksjekurs på 945 NOK.

Grunnrenteskatt	mNOK
Terminalverdi	192 412
Nåverdien av sluttverdien	148 135
Nåverdi FCFF	27 433
Verdien av selskapet	175 569
Gjeld	38 346
Verdien av egenkapitalen	137 223
Antall aksjer:	145 138 920
Aksjeverdien	945

Tabell 38: Aksjeverdi uten grunnrenteskatt

10.3 Forskjell mellom FCFF med og uten grunnrenteskatt

Forskjellen i FCFF med og uten grunnrenteskatt, er differansen mellom tabell 28 og tabell 31. Denne forskjellen blir vist i tabell 39, og utgjør totalt 13 508 mNOK, i løpet av de fem neste årene. Det er 2027e som blir brukt til å beregne terminalverdien, og forskjellen i estimatene for 2027e fører til en stor forskjell i terminalverdien. Forskjellen i terminalverdien, er på 78 386 mNOK. Dette er også hovedsakelig grunnen til at estimert aksjekurs blir 52% lavere ved grunnrenteskatt.

mNOK	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	SUM
Differanse	2 953	2 787	2 589	2 589	2 589	13 508

Tabell 39: Differanse FCFF med og uten grunnrenteskatt

10.4 Konklusjon verdsettelse

Dersom grunnrenteskatt på havbruk blir innført med en skattesats på 35%, estimerer vi aksjekursen til å bli 450 NOK. Hvis grunnrenteskatt derimot ikke blir innført, blir vår estimerte aksjekurs på 945 NOK. Dette er en forskjell på 495 NOK per aksje. Hadde grunnrenteskatt blitt fjernet ville aksjekursen økt med 110%. Dette forteller oss at innføringen av grunnrenteskatt har påvirket verdien på egenkapitalen til SalMar i stor grad. Dette har også påvirket aksjonærene i SalMar, som har fått redusert verdien av investeringene sine.

Sammenligner vi våre estimat på aksjekursen med og uten grunnrenteskatt, med aksjekursen på børsen finner vi også store forskjeller. 19.04.23 stengte børsen med en aksjekurs på 468 NOK per SalMar aksje. Sammenligner vi vårt estimat på 450 NOK per aksje (med grunnrenteskatt), med prisen på børsen finner vi en nedgang på 4%. Hvis det derimot ikke blir innført grunnrenteskatt, og vi sammenligner vårt estimat på 945 NOK (uten grunnrenteskatt) med prisen på børsen, estimerer vi at aksjekursen vil stige med 101%.

11 Sensitivitetsanalyse

Estimeringen av aksjekursen bygger på en rekke faktorer som vi har estimert, men som er usikre. For å fange opp effektene av denne usikkerheten på verdiene våre vil vi i dette kapitlet analysere hvordan aksjekursen vil bli påvirket av endringer i forskjellige faktorer og verdidrivere. Vi holder alle andre faktorer utenom de vi endrer konstant, dette vil derfor vise hvordan aksjekursen ville sett ut med denne type endring i faktoren. Vi skal analysere faktorene: stabil vekst, avkastningskrav, forwardpris på slaktet laks og volum slaktet laks. Endringene i sensitivitetsanalysen er i 5% intervaller av opprinnelig verdi.

11.1 Stabil vekst & avkastningskrav

Stabil vekst er med på å avgjøre terminalverdien, og en økning i stabil vekst vil føre til en høyere terminalverdi. Dette vil igjen føre til at aksjekursen vil bli høyere. Holder man WACC konstant i tabell 40 vil en se at aksjekursen øker med høyere stabil vekst, og synker ved lavere stabil vekst. Ser vi på avkastningskravet vil en økning føre til lavere aksjekurs, og en nedgang føre til høyere aksjekurs. Dette er fordi et høyere avkastningskrav fører til at fremtidige kontantstrømmer blir mindre verdt, samtidig som terminalverdi og blir mindre. Dette er fordi det er høyere forventninger til avkastning, og det er dyrere å ha kapital i selskapet. Motsatt vil derfor et lavere avkastningskrav føre til en høyere aksjekurs, fordi forventningene til avkastningen blir mindre og det er billigere for selskapet å ha kapital. Ser man på sammenhengen mellom stabil vekst og avkastningskrav vil en få høyest verdi ved høyest mulig vekst, og lavest mulig avkastningskrav. Motsatt vil det laveste estimatet for aksjekurs være ved lavest stabil vekst og høyest avkastningskrav, dette kan en se i tabell 40.

g/ WACC	1,70 %	1,80 %	1,90 %	2,00 %	2,10 %	2,20 %	2,30 %
6,17 %	279	290	301	312	324	337	350
5,91 %	314	326	339	352	366	380	396
5,64 %	353	367	382	397	413	430	449
5,37 %	399	415	432	450	469	489	511
5,10 %	451	470	490	511	534	559	585
4,83 %	512	534	559	585	612	642	674
4,56 %	584	612	641	673	708	745	785

Tabell 40: Verdi ved ulike vekstrater og avkastningskrav

11.2 Forwardpris & slaktevolum

Driftsinntektene til SalMar blir bestemt av volum x pris. Dette vil da gjelde slaktevolum og prisen de får for den slakta laksen. Vi benytter oss av forwardprisen i verdsettelsen, dette vil også gjelde i dette delkapittelet. Både pris og slaktevolum er to faktorer som i stor grad påvirker aksjekursen til SalMar, og som er usikre estimat. Faktorene påvirker den forventede fremtidige kontantstrømmen, som en diskonterer, og regner terminalverdien av.

En økning i pris og volum vil gjøre at estimert aksjekurs øker, og motsatt vil en nedgang føre til at estimert aksjekurs synker. En nedgang på 15% i begge faktorer reduserer estimatet med 205 NOK eller 46%. En økning på 15% øker estimatet med 238 NOK, eller 53%. Forskjellen på utslag i aksjekursen av en økning eller en nedgang er derfor ikke så stor, dette kommer av at vi i denne oppgaven bruker driftsinntekter som drivere, både til avskrivning, skatt, og investeringer (utenom 2023 der vi i tillegg har lagt inn forventede investeringer). I tabell 41 kan en se estimater på aksjekursen dersom en endrer forwardprisen, volumet, eller begge faktorene.

Forwardpris

/ volum	85 %	90 %	95 %	100 %	105 %	110 %	115 %
85 %	245	277	309	341	372	404	436
90 %	276	310	343	377	411	444	478
95 %	307	342	378	413	449	484	520
100 %	337	375	412	450	487	525	562
105 %	368	407	447	486	525	565	604
110 %	399	440	481	522	563	605	646
115 %	429	472	515	559	602	645	688

Tabell 41: Verdi ved ulike forward-priser og slaktevolumer

12 Konklusjon

I denne oppgaven har vi valgt å besvare problemstillingen “Hva er verdien av en SalMar-aksje, med og uten grunnrenteskatt, og hvor stor er forskjellen?”. Formålet har vært å sjekke hvor stor påvirkning “grunnrenteskatt på havbruk” har på markedsverdien til SalMar.

Vi har benyttet oss av både interne og eksterne strategiske analyser, og en regnskapsanalyse, for å redegjøre for SalMar sin nåværende situasjon, og fremtidige muligheter og satsningsområdene. Etterspørselen av sjømat er ventet å vokse betraktelig frem til 2030, noe som vil være med på å opprettholde de høye nivåene vi har sett av lakseprisen de siste årene. Vi har gjennom vår interne analyse funnet at SalMar har en sterk verdikjede med gode forutsetninger for å opprettholde de samme høye driftsmarginene som de har hatt de siste fem årene.

Det har vist seg å være vanskelig å øke produksjonen av oppdrettslaks på grunn av næringens utfordringer med bærekraftig vekst. Myndigheter har som følge av dette vist seg lite villige til å tildele nye konsesjoner. Det vil derfor bli vanskelig for SalMar å vokse gjennom organisk vekst. SalMars teknologi innen havbasert oppdrett har potensiale til å overkomme flere av miljøutfordringene som møter næringen og vil kunne bidra til videre vekst i produksjonen.

Vi har brukt resultatene fra den strategiske- og regnskapsanalysen til å estimere fremtidige kontantstrømmer, som vi videre har diskontert med et avkastningskrav på 5,37%. Vi har

estimert fremtidige kontantstrømmer både med, og uten grunnrenteskatt. Dette har ført til at vi har fått to forskjellige aksjekurser.

Vår estimerte aksjekurs med grunnrenteskatt var på 450 NOK, og uten grunnrenteskatt fant vi en estimert aksjekurs på 945 NOK. Aksjekurs estimatet vårt stiger med 110% dersom en fjerner grunnrenteskatt på havbruk. Vi kan derfor konkludere med at grunnrenteskatt påvirker verdien på SalMar i stor grad, og forskjellen er av betydelig størrelse. Grunnrenteskatt vil gjøre store fremtidige investeringer mindre sannsynlig, og næringen vil ikke lengre sitte igjen med en avkastning på 3-4 ganger høyere enn industrien.

Sammenligner vi kursmålet vårt på 450 med aksjekursen per 19.04.23 på OSEBX som var 468 NOK, finner vi at SalMar er overpriset med 4%. Dette er basert på vår analyse, og det er umulig å forutsi fremtidig aksjekurs.

I sensitivitetsanalysen finner vi at endringer i stabil vekst, avkastningskravet, forwardprisen og slaktevolum påvirker aksjekursen i stor grad. Hvis en benytter seg av høyere stabil vekst, redusert avkastningskrav, økt forwardpris eller økt slaktevolum vil en få en økt aksjekurs, og vice versa.

Referanser:

- Bakkafrost. (2021). *Bakkafrost History*. Bakkafrost. <https://www.bakkafrost.com/en/about-us/about-us/bakkafrost-history/>
- Brækkan, E. H. (2019, 5. april). *Hvorfor har lakseprisen økt så kraftig?* Capia. <https://www.kbnn.no/artikkel/hvorfor-har-lakseprisen-okt-sa-kraftig>
- Bøggwald J., Dalmo R. A. (2020). *Historisk blikk – og nåværende vaksiner i norsk fiskeoppdrett*. Idunn. <https://www.idunn.no/doi/10.18261/issn.1504-3118-2020-05-09>
- CFI Team. (2022). *Beta Coefficient*. Corporate Finance Institute. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/data-science/beta-coefficient/>
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset (3rd edition)*. John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran, A. (2023, Januar). *Ratings, Interest Coverage Ratios and Default spread*. Damodaran Online. https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.html
- Euronext Live Markets. (2023). *Seafood Aksjer*. Euronext. <https://live.euronext.com/nb/markets/oslo/equities-by-index/seafood>
- Euronext. (2023). *Seafood Index*. Euronext Live Markets. <https://live.euronext.com/nb/product/indices/NO0010580624-XOSL>
- FAO. (2022). *In Brief to The State of World Fisheries and Aquaculture 2022: Towards Blue Transformation*. Rome, FAO. <https://doi.org/10.4060/cc0463en>
- Finansdepartementet. (2022). *Grunnrenteskatt på havbruk*. Regjeringen. <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/grunnrenteskatt-pa-havbruk/id2929113/>
- Finanseksperter. (u. å.). *Egenkapitalrentabilitet*. Hentet 24. April 2023 fra: <https://finanseksperter.no/egenkapitalrentabilitet/>.
- Fiskedirektoratet. (2023). *Tildelingsprosessen*. Fiskedirektoratet. <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Tildelingsprosessen>
- Fiskeridirektoratet, (2021). *Redusert lønnsomhet og økte kostnader for produsenter av laks og regnbueørret i 2020*. Fiskedirektoratet. <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Nyheter/2021/redusert-lonnsomhet-og-okte-kostnader-for-produsentene-av-laks-og-regnbueorret-i-2020>
- FN-Sambandet. (2023). *Befolkning, migrasjon og urbanisering*. FN-Sambandet. <https://www.fn.no/tema/fattigdom/befolkning>

- Fossanger K. (2023). *Norges handel med Russland og Ukraina*. Statistisk Sentralbyrå.
<https://www.ssb.no/utenriksokonomi/utenrikshandel/statistikk/utenrikshandel-med-varer/artikler/norges-handel-med-russland-og-ukraina>
- Grieg Seafood (2020). *Our History*. Grieg Seafood.
<https://griegseafood.com/about-us-our-history>
- Halvorsen S. (2023). *Havmiljøet – abiotiske faktorer*. Nasjonal Digital Læringsarena (NDLA). <https://ndla.no/nb/subject:169ba831-b3cd-4207-b9b8-7d06bf03328b/topic:0f9ad778-a98b-4324-b99a-bfa23fd25221/topic:5e9a8cb8-04c6-45a5-b695-94be1b230774/resource:c2a78d29-2919-4196-8b23-885da5bd7655>
- Hargrave, M. (2022). *Weighted Average Cost of Capital (WACC) Explained with Formula and Example*. Investopedia.
<https://www.investopedia.com/terms/w/wacc.asp>
- Havforskningsinstituttet. (2019). *Vaksineutvikling*. Havforskningsinstituttet.
<https://www.hi.no/hi/temasider/arter/lakselus/vaksineutvikling>
- Havforskningsinstituttet. (2021). *Tema: Lakselus*. Havforskningsinstituttet.
<https://www.hi.no/hi/temasider/arter/lakselus>
- Helsedirektoratet. (2021). *Kostråd om fisk og annen sjømat*. Helsedirektoratet.
<https://www.helsenorge.no/kosthold-og-ernaring/kostrad/spis-fisk-oftere/>
- Hoff, K. G. & Pedersen, A. O. (2019). *Grunnleggende regnskap 2: Analyse av finansregnskapet* (3. utg.). Universitetsforlaget.
[https://nordiccreditrating.com/uploads/2023-03/NCR -
_Salmon_prices_likely_to_remain_strong_due_to_low_supply_growth.pdf](https://nordiccreditrating.com/uploads/2023-03/NCR_-_Salmon_prices_likely_to_remain_strong_due_to_low_supply_growth.pdf)
- Hvas M., Folkedal O., Oppedal F. (2019) *Havbasert oppdrett – hvor mye vannstrøm tåler laks og renseskjold?* Havforskningsinstituttet/Forskningsrådet.
<https://www.hi.no/hi/nettrapporter/rappport-fra-havforskningen-2019-37>
- IMF. (2023). *Country Data Profile*. International Monetary Fund.
<https://www.imf.org/external/datamapper/profile>
- Innovasjon Norge. (2022). *Fremtidens havbaserte løsninger*. Innovasjon Norge.
<https://www.innovasjonnorge.no/no/tjenester/innovasjon-og-utvikling/finansiering-for-innovasjon-og-utvikling/tilskudd-til-miljoteknologiprojekter/Demonstrasjon-av-fremtidens-havbaserte-losninger/>
- Johnsen, P.F.F, Erraia J., Grønvik O., Fjose S., Blomgren A., Fjelldal Ø., Robertsen R., Iversen A., Nyrud T. (2021). *Ringvirkninger av Sjømatnæringen i 2020*. Menon.
<https://www.menon.no/wp-content/uploads/2021-105-Ringvirkning-av-sj>

[omatnaeringen-i-2020-1.pdf](#)

Kaldestad, Y. & Møller, B. (2011). *Verdivurdering*. Fagbokforlaget.

Knudsen, C., Stensland, M. & Hagmansen, J. (2023, 28. Mars). *Vil ha lavere lakseskatt*. E24.

<https://e24.no/hav-og-sjoemat/i/GMOJvB/vil-ha-lavere-lakseskatt>

Kristiansen, G. (2022). *SalMar ASA long-term issuer rating lowered to 'BBB+'; Outlook stable*. Nordic Credit Rating.

[https://nordiccreditrating.com/uploads/2022-11/NCR%20-%20SalMar ASA%20-%20Rating%20Action%20Report%202015%20Nov.%202022.pdf](https://nordiccreditrating.com/uploads/2022-11/NCR%20-%20SalMar%20ASA%20-%20Rating%20Action%20Report%202015%20Nov.%202022.pdf)

Kristiansen, G. (2023). *Salmon prices likely to remain strong due to low supply growth*. Nordic Credit Rating.

[https://nordiccreditrating.com/uploads/2023-03/NCR - Salmon prices likely to remain strong due to low supply growth.pdf](https://nordiccreditrating.com/uploads/2023-03/NCR_Salmon_prices_likely_to_remain_strong_due_to_low_supply_growth.pdf)

Kverva. (2023). *Kverva*. Kverva AS. <https://kverva.no/kverva-2>

Kyst. (2022). *Ja til Smart Fish Farm i Norskehavet*.

<https://www.kyst.no/mattilsynet-salmar-smart-fish-farm/ja-til-smart-fish-farm-i-norskehavet/1125606>

Laks.no. (2023). *Lakseeventyret*. Laks.no. <https://laks.no/lakseeventyret/>

Laksefakta. (2021). *Hva er bærekraft?* Norsk Sjømatråd. <https://laksefakta.no/laks-og-miljo/hva-er-barekraft/>

Laksefakta. (2021). *Laksens økonomiske bidrag i samfunnet*. Laksefakta.

<https://laksefakta.no/lakseoppdrett-i-norge/laksens-bidrag-i-samfunnet/>

Laksefakta. (2021). *Norske regler for miljø og oppdrett*. Norsk Sjømatråd.

<https://laksefakta.no/laks-og-miljo/norske-regler-for-miljo-og-oppdrett/>

Landbruksdirektoratet. (2023). *Internasjonale priser*. Landbruksdirektoratet.

<https://www.landbruksdirektoratet.no/nb/statistikk-og-tviklingstrekk/internasjonale-priser>

Lerøy Seafood. (2023). *Om oss*. Lerøy Seafood Group.

<https://www.leroyseafood.com/no/om-leroy/om-oss/>

Mattilsynet. (2022). *Vaksinering av oppdrettsfisk*. Mattilsynet.

https://www.mattilsynet.no/fisk_og_akvakultur/fiskehelse/vaksiner_til_fisk/vaksineri-og-av-oppdrettsfisk.45348

Mikkelsen, E. (2023). *Produksjon av laksefisk*. Barentswatch.

<https://www.barentswatch.no/havbruk/produksjonlaksefisk>

- Misund, B. (2018). *Common and fundamental risk factors in shareholder returns of Norwegian salmon producing companies*. Journal of Commodity Markets 12, 19-30. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2405851317302283>.
- Misund, B. Osmundsen, P. Tveterås, R. Folkvord, B. Nystøl, R. Rolland, K. H. (2019). *Grunnrenteskatt i havbruk – Et kunnskapsgrunnlag Faglig sluttrapport* (RAPPORT NR. 88). Universitetet i Stavanger. <https://sjomatnorge.no/wp-content/uploads/2020/02/UiS>
- Misund, B. (2022) *Kostnadsutvikling i oppdrett av laks og ørret: Hva koster biologisk risiko?* Norwegian Research Centre AS. <https://norceresearch.brage.unit.no/norceresearch-xmloi/bitstream/handle/11250/3034859/NORCE%20rapport%20nr.%2041-2022,%20H&S.pdf?sequence=10>
- Misund, B. (2023, 21. Januar). *Fiskeoppdrett. I Store norske leksikon*. <https://snl.no/fiskeoppdrett>
- Misund, B. Osmundsen, P. Tveterås, R. Folkvord, B. Nystøl, R. Rolland, K. H. (2019). *Grunnrenteskatt i havbruk – Et kunnskapsgrunnlag Faglig sluttrapport* (RAPPORT NR. 88). Universitetet i Stavanger. <https://sjomatnorge.no/wp-content/uploads/2020/02/UiS-Sluttrapport-fra-prosjekt-901526-FHF.pdf>
- Misund, B., Kongsvik S., A. (2022, 1. August). *Rensefisk. I Store norske leksikon*. <https://snl.no/rensefisk>
- Mowi. (2019). *Salmon Farming Industry Handbook*. Mowi. <https://ml.globenewswire.com/Resource/Download/1766f220-c83b-499a-a46e-3941577e038b>
- Mowi. (2020). *Om oss: Bærekraftig laks til verden*. Mowi AS. <https://mowi.com/no/om-oss/>
- Mowi. (2023). *Norges største lakseoppdretter*. Mowi. <http://mowi.com/no/>
- Nilsen A.A., Knudsen C. (2022). *Børsverdier raser etter skatteforslag: Fire storeiere med papirtap på 12 mrd*. E24. <https://e24.no/boers-og-finans/i/zErWOK/boersverdier-raser-etter-skatteforslag-fire-storeiere-med-papirtap-paa-12-mrd>
- Norges Bank. (2023, 30. Januar). *Generiske statsrenter*. Norges Bank. <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/statsrenter/generiske-statsrenter/>

- Norges Bank. (2020, 2. April). *Inflasjon*. Norges Bank.
<https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Inflasjon/>
- Norges Sjømatråd. (2021). *Nøkkeltall*. Norges Sjømatråd.
<https://ml.globenewswire.com/Resource/Download/1766f220-c83b-499a-a46e-3941577e038b>
- NOU 2019: 18. (2019). *Skattelegging av havbruksvirksomhet*. Finansdepartementet.
<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2019-18/id2676239/>
- Nærings- og fiskeridepartementet, Olje- og energidepartementet. (2022). *Regjeringens havstrategi*. Nærings- og fiskeridepartementet, Olje- og energidepartementet.
https://www.regjeringen.no/contentassets/097c5ec1238d4c0ba32ef46965144467/nfd_havstrategi_uu.pdf
- Nærings- og fiskeridepartementet. (2022). *Fargelegging i trafikklyssystemet i havbruk er klar*. Regjeringen. <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/fargelegging-i-trafikklyssystemet-i-havbruk/id2917698/>
- Nøstbakken L., Selle S. F., (2019). *Eierskap i norsk oppdrettsnæring*. Samfunns- og næringslivsforskning AS. https://snf.no/media/wzyh5mjg/a05_19.pdf
- Ocean Farming AS. (2020). *Havbasert Fiskeoppdrett*. SalMar.
<Ocean Farming Fakta-ark.pdf>
- Petroleumsskatteloven. (2022). *Lov om skattelegging av undersjøiske petroleumsforekomster mv.* (LOV-2022-12-20-103). Lovdata. <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1975-06-13-35>
- Prop. 78 LS (2022-2023). *Grunnrenteskatt på havbruk*. Finansdepartementet.
<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/prop.-78-ls-20222023/id2968438/>
- PWC. (2022). Risikopremien i det norske markedet. PWC.
<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html>
- Ravndal, E. J., Halleker, J. H. (2022, 29. September). FNs bærekraftsmål. *I Store norske leksikon*. https://snl.no/FNs_b%C3%A6rekraftsm%C3%A5l
- Richter, F. (2021). *Where Fish Is (Rarely) on the Menu*. Statista.
[statista.com/chart/28786/per-capita-consumption-of-fish-and-seafood/](https://www.statista.com/chart/28786/per-capita-consumption-of-fish-and-seafood/)
- SalMar ASA. (2022). *Havbasert oppdrett*. SalMar.
<https://www.salmar.no/havbasert-fiskeoppdrett-en-ny-ara/>
- SalMar. (2019). *Årsrapport 2018*. SalMar.
<https://hugin.info/138695/R/2242686/885273.pdf>

- SalMar. (2020). *Årsrapport 2019*. SalMar.
<https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/413c9d3e-52de-4086-9c1c-87a6d3b97c17>
- SalMar. (2021). *Årsrapport 2020*. SalMar.
<https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/71580791-96ae-45cf-b37b-a83a9c2129a3>
- SalMar. (2022). *Annual report 2021*. SalMar.
<https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/3781f230-d728-4a34-9ba3-53d59a8db537>
- SalMar. (2023). *Quarterly Report: Fourth Quarter 2022*. SalMar. <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/8c7272b6-e83e-447a-b4f3-890dbe20971d>
- SalMar. (u.d.a.). *Historie*. Hentet fra: salmar.no: <https://www.salmar.no/historie/>
- SalMar. (u.d.b.). *SalMar i dag*. Hentet fra salmar.no: <https://www.salmar.no/salmar-i-dag/>
- Sandvik A. D., Hvas M., Ådlandsvik B. (2022) *Utfordringer for oppdrettsnæringen i et klima i endring*. Idunn. <https://doi.org/10.18261/naturen.146.6.4>
- Sele S., Sanden M., Berntssen M. H. G., Storesund J., Lie K. K., Espe M., Lundbye A., Hemre G., Waagbø R., Ømsrud R. (2019). *Program for overvåking av fiskefôr: Årsrapport for prøver innsamlet i 2018*. Havforskningsinstituttet.
https://www.mattilsynet.no/dyr_og_dyrehold/for/rapport_overvaakingsprogram_fiske_for_2018.35512/binary/Rapport:%20Overv%C3%A5kingsprogram%20fiskef%C3%B4r%202018.
- Skar, H. (2022, 19. Desember). Skatt. *I Store norske leksikon*. <https://snl.no/skatt>.
- Skistad, S. S. (2014). *Laksepriser 1995-2014: Studier av volatilitet og prisrelasjoner for norsk oppdrettslaks*. NMBU. <https://nmbu.brage.unit.no/nmbu-xmlui/bitstream/handle/11250/279499/Masteroppgave%20Stian%20Skistad.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Soltveit, T. (2021). *Ocean Farm 1 taken out of use for months for improvement work*. <https://www.fishfarmingexpert.com/atle-eide-ocean-farm-1-salmar/ocean-farm-1-taken-out-of-use-for-months-for-improvement-work/1323183>
- SSB Norge Redaksjonen. (2021). *Hva er egentlig BNP?* Statistisk sentralbyrå.
<https://www.ssb.no/nasjonalregnskap->

[ogkonjunkturer/nasjonaltregnskap/statistikk/nasjonaltregnskap/artikler/hva-er-egentlig-bnp](https://www.ssb.no/ogkonjunkturer/nasjonaltregnskap/statistikk/nasjonaltregnskap/artikler/hva-er-egentlig-bnp)

SSB. (2017). *8000 arbeider med fiskeoppdrett*. Statistisk sentralbyrå.

<https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/artikler-og-publikasjoner/8-000-arbeider-med-fiskeoppdrett>

SSB. (2022). Statistikkbanken: 07326: *Salg av slaktet matfisk: Mengde fordelt på fiskeslag og fylke. Tonn*. <https://www.ssb.no/fiskeoppdrett>

SSB. (2023). Statistikkbanken: 03024: Eksport av fersk og frosen oppalen laks 2000U01 – 2023U09. Statistisk Sentralbyrå. <https://www.ssb.no/statbank/table/03024/>

Thomassen, E & Semet, T. (2022, 10. Oktober). Grunnrente. *I Store norske leksikon*. <https://snl.no/grunnrente>.

Tjernshaugen, Andreas. (2022, 7. September). Bærekraft. *I Store norske leksikon*. <https://snl.no/b%C3%A6rekraft>

Vennemo, H & Bjerkmann I. H. (2018). *Grunnrente og grunnrentebeskatning i havbruk* (2018/26). Vista Analyse AS. https://vista-analyse.no/site/assets/files/6517/va-rapport_2018-26_grunnrente_og_grunnrenteskatt_havbruk.pdf