



Universitetet
i Stavanger

**HANDELSHØGSKOLEN VED UIS
BACHELOROPPGAVE**

STUDIUM:

Økonomi og administrasjon

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):

Kandidatnr:

7740

.....

7795

.....

Navn:

Patrick D Habyalimana

.....

Peder Hernholm

.....

VEILEDER:

Egil Steinberg

Innholdsfortegnelse

1	Innledning	9
1.1	Valg av oppgave	9
1.2	Problemstilling	9
2	Presentasjon av SalMar ASA	10
2.1	Historie	10
2.2	Om SalMar i dag	10
2.3	Aksjeinformasjon	11
2.3.1	Hovedaksjonærer	11
2.3.2	Aksjekurs	12
2.4	Strategi, visjon og verdier	12
2.5	Verdikjeden	13
2.6	Innovasjon – havbasert oppdrett	13
3	Lakseoppdrettsnæringen	15
3.1	Om lakseoppdrettsnæringen	15
3.2	Konkurranse	16
3.2.1	Konkurrenter	16
3.2.2	Store aktører dominerer	17
3.2.3	Ressursknapphet	18
3.3	Bærekraftsproblematikk	19
3.3.1	Bærekraftsproblematikk ved lakseoppdrett	19
3.3.2	Konsekvenser for næringen	21
4	Verdsettelsesteori og metodevalg	22
4.1	Fundamental verdivurdering – diskonterte kontantstrømmer (DCF)	22
4.1.1	Egenkapitalmetoden	23
4.1.2	Totalkapitalmetoden	29
4.1.3	Vekst	30
4.1.4	Terminalverdi	31
4.2	Relativ verdsettelse	32
4.2.1	Price to Earnings (P/E)	33
4.2.2	Price to Book Value (P/BV)	33

4.2.3	Price to Sales (P/S).....	34
4.2.4	Sektor spesifikke multiplikator	35
4.2.5	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	35
4.3	<i>Opsjonsbasert verdivurdering</i>	36
4.4	<i>Dividendemodellen</i>	36
4.4.1	Gordons modell	37
4.4.2	Flertrinnsmodell	37
4.5	<i>Valg av metode</i>	38
5	Strategisk analyse	39
5.1	<i>PESTEL-analyse</i>	39
5.1.1	Politiske forhold	39
5.1.2	Økonomiske forhold.....	40
5.1.3	Sosiokulturelle forhold	41
5.1.4	Teknologiske og miljømessige forhold	42
5.1.5	Juridisk.....	43
5.1.6	Oppsummering.....	44
5.2	<i>Bærekraftanalyse av sjømatsektoren</i>	44
5.2.1	Konklusjon bærekraftsanalyse	45
5.3	<i>Intern analyse av SalMar</i>	45
5.3.1	Ressursanalyse (VRIO)	45
5.3.2	Analyse av «offshore» lakseoppdrett.....	48
5.3.3	Oppsummering internanalyse av SalMar	51
5.4	<i>Oppsummering av strategisk analyse</i>	51
5.4.1	SWOT-analyse	51
5.4.2	Konklusjon av strategisk analyse	52
6	Regnskapsanalyse	54
6.1	<i>Resultatregnskap</i>	54
6.2	<i>Balanse</i>	55
6.3	<i>Omgruppering av regnskapet</i>	56
6.4	<i>Lønnsomhetsanalyse</i>	56
6.4.1	Driftsmargin.....	56
6.4.2	EBIT per kilo.....	57
6.4.3	Avkastning på sysselsatt kapital	58

6.4.4	Egenkapitalrentabilitet	59
6.5	Likviditetsanalyse	60
6.6	Soliditetsanalyse	61
6.7	Verdidrivere.....	62
6.7.1	Inntektsdrivere	63
6.7.2	Kostnadsdrivere.....	64
6.8	Oppsummering regnskapsanalyse	66
7	Fremtidige kontantstrømmer	67
7.1	EBIT	67
7.1.1	Driftsinntekter	67
7.1.2	Driftskostnader.....	72
7.1.3	Avskrivninger	73
7.1.4	Konklusjon EBIT	73
7.2	Skatt.....	74
7.3	Investeringer (CapEx).....	74
7.3.1	Vedlikeholdsinvesteringer	75
7.3.2	Vekstinvesteringer.....	75
7.3.3	Totale investeringer.....	76
7.4	Avskrivninger.....	77
7.5	Endring i arbeidskapital	77
7.6	Kontantstrøm til totalkapitalen (FCFF).....	78
7.7	Terminal verdi	79
8	Avkastningskrav til totalkapitalen (WACC)	80
8.1	Avkastningskrav til egenkapitalen	80
8.1.1	Risikofri rente	80
8.1.2	Beta	81
8.1.3	Markedets risikopremie	82
8.1.4	Oppsummering av avkastningskravet til egenkapital.....	82
8.2	Avkastningskrav til totalkapitalen (WACC).....	83
8.2.1	Markedsverdi av egenkapital og bokført verdi av gjeld	83
8.2.2	Gjeldskostnad	84
8.2.3	Skatt.....	85

8.3	<i>Sammenstilling av avkastningskravet til totalkapitalen</i>	85
9	Verdsettelse	86
9.1	<i>Nåverdi av egenkapitalen til SalMar</i>	86
9.1.1	Nåverdi av kontantstrømmene til totalkapitalen	86
9.1.2	Nåverdi av terminal verdi	86
9.1.3	Nåverdien av totalkapitalen til SalMar	87
9.1.4	Konklusjon verdsettelse	87
9.2	<i>Relativ verdsettelse</i>	88
9.2.1	P/E multiplikator	88
9.2.2	P/B multiplikator	89
9.2.3	EV/EBITDA multiplikator	90
9.2.4	EBIT/KG – Sektor spesifikk multiplikator	91
9.2.5	Konklusjon av komparativ verdsettelse	91
10	Sensitivitetsanalyse	92
10.1	<i>Stabil vekst</i>	92
10.2	<i>Avkastningskravet (WACC)</i>	93
10.3	<i>Spot laksepris</i>	94
10.4	<i>Slaktevolum</i>	94
10.5	<i>Oppsummering</i>	95
11	Konklusjon	97
12	Vedlegg	99
12.1	<i>Regresjonsanalyse</i>	99
13	Bibliografi	100

Forord

Denne oppgaven er skrevet som en avslutning til bachelorstudiet Økonomi og administrasjon ved Universitetet i Stavanger. Vi valgte å skrive innen fagområdet regnskap og finans siden vi begge har hatt interesse innenfor finans og tilegnet oss kunnskap gjennom studieforløpet som vi ønsket å utfordre oss selv i. Vi har begge stor tro på at lakseoppdrettsnæringen har gode muligheter til å utvikle seg og det falt naturlig å skrive om et slikt spennende segment i den norske økonomien. For oss var SalMar det mest attraktive selskapet grunnet deres operasjonelle utmerkelse og deres store satsing på havbasert oppdrett.

Vi ønsker å takke veilederen vår Egil Steinberg for nyttige og konstruktive tilbakemeldinger gjennom hele prosessen. Han har vært tilgjengelig og gitt oss god oppfølging, noe vi er takknemlige for.

Sammendrag

I denne oppgaven skal vi utføre en verdsettelse av selskapet SalMar. Det er verdens fjerde største lakseoppdrettsselskap, og holder til i Norge. De har vist seg fremragende på lønnsomhet og operasjonell effektivitet. SalMar har mesteparten av sine anlegg langs norskekysten i Midt-Norge og Nord-Norge. Selskapet eksporterer globalt, og det største markedet deres er Europa. Problemstillingen vi skal svare på gjennom oppgaven er:

«Hva er verdien av en SalMar ASA aksje våren 2021?»

Vår verdsettelsesoppgave bygger på teoriene til Answath Damodaran fra boken «Investment Valuation». Oppgaven innledes med en presentasjon av SalMar og lakseoppdrettsnæringen. Vi har avgrenset oppgaven til å kun ta for seg norske lakseoppdrettselskaper for relevansformål. Deretter gjør vi rede for verdsettelsesteoriene vi senere skal anvende. Vi belager oss i hovedsak på fundamental verdsettelse, og finner verdien av SalMar basert på neddiskonterte fremtidige kontantstrømmer sammen med en terminalverdi. Vi benytter oss av strategisk analyse for å danne et bilde av hvordan SalMar påvirkes av makroøkonomiske forhold, og hvordan deres interne ressurser påvirker deres konkurranseevne. Her vektlegger vi også forutsetninger knyttet til fremtidig bærekraftig vekst og om SalMar kan utnytte deres «offshore» satsing til å skape et konkurransefortrinn. Vi foretar også en regnskapsanalyse. Den tar for seg relevante aspekter ved historiske regnskapstall, og sammenligner SalMar med konkurrentene. Hensikten bak strategisk- og regnskapsanalyse er å danne kunnskap, forståelse og innsikt om SalMar, som kan brukes til å estimere fremtidige kontantstrømmer.

Vi antar at SalMars «offshore» satsing vil resultere i en høy-vekstperiode på 10 år og at selskapet når stabil vekst etter 2030. Avkastningskravet vi neddiskonterer kontantstrømmene med ble 5,78% og vi antar en stabil vekstrate for selskapets kontantstrømmer fra 2030 på 2%. Disse faktorene, sammen med de fremtidige kontantstrømmene gir en aksjekurs på 627, noe som betyr at SalMar er underpriset i markedet. Til slutt foretar vi en sensitivitetsanalyse hvor vi tester robustheten til estimatet, basert på avvik i sentrale parameter for verdsettelsen.

1 Innledning

1.1 Valg av oppgave

Vi har valgt verdsettelse som tema for vår bacheloroppgave. Det er et resultat av at vi har hatt en rekke fag gjennom studieløpet, som er av relevans for en verdsettelse. Vi får derfor anvendt et bredt spekter av kunnskapen vi har tilegnet oss i en slik oppgaven. I tillegg er finans et område som interesserer oss, og en verdsettelsesoppgave ble av den grunn et naturlig valg.

Valget av det aktuelle selskapet baserer seg på flere faktorer. Først og fremst en interesse for de unike havressursene Norge besitter, og hvordan disse utnyttes nå og i fremtiden. Oppdrettsnæringen står ovenfor utfordringer, som går ut på at videre vekst vil kreve en omstilling til mer bærekraftige produksjonsmetoder. De praktiske sidene ved denne omstillingen, samt å inkorporere den i verdsettelsen trakk oss mot denne bransjen. I tillegg til at lakseoppdrett er en av de største næringene i Norge med mange store aktører. SalMar skilte seg ut for oss på grunn av deres utmerkelser på lønnsomhet og operasjonell effektivitet. I tillegg til at deres satsning på havbasert oppdrett gjør dem til et spennende og utfordrende selskap for en verdsettelse.

1.2 Problemstilling

Formålet med oppgaven er å estimere verdien av aksjene til SalMar. Problemstillingen vi skal besvare blir derfor:

Hva er verdien av en SalMar ASA aksje våren 2021?

2 Presentasjon av SalMar ASA

2.1 Historie

SalMar ble grunnlagt i 1991 av Gustav Witzøe. I løpet av 1990-tallet ekspanderte SalMar virksomheten, og i løpet av år 2000 produserte de 11 000 tonn sløyd laks. Året etter etablerte de seg utenlands gjennom et oppkjøp på 50 prosent av aksjene til Norskott Havbruk AS, som var eeneier av Storbritannias nest største oppdrettsselskap; Scottish Sea farms Ltd.

Deretter fortsatte de å skalere opp virksomheten gjennom etablering i Troms og Møre og Romsdal I 2007 ble SalMar notert på Oslo Børs sin hovedliste. I 2011 passerte de 100 000 tonn i sløyd vekt. I det samme året ferdigstilte de et nyskapende og effektivt nytt anlegg for bearbeiding av laks, kalt InnovaMar.

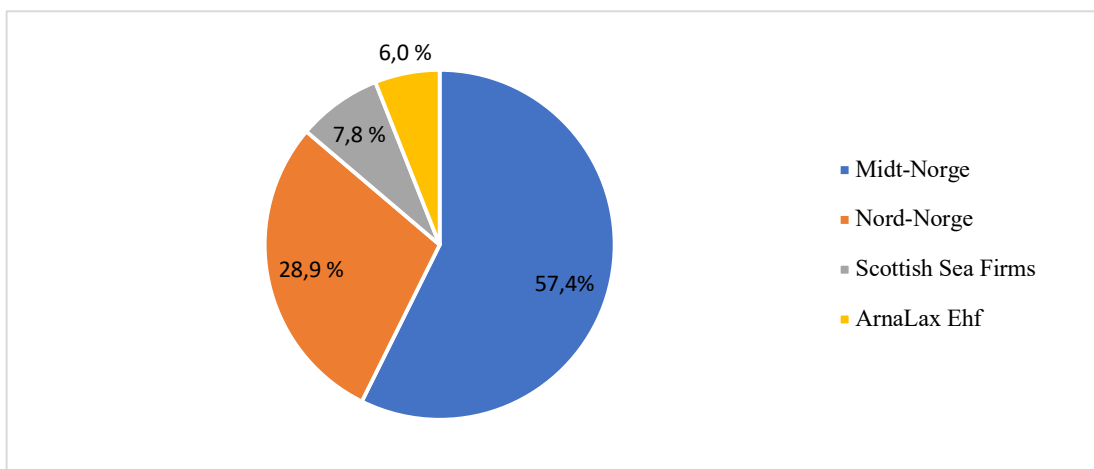
I 2016 får selskapet Ocean Farming AS, i SalMar-konsernet, tildelt de første utviklingstillatelsene for oppdrett til havs. Dette markerer en ny forretningsmulighet for SalMar. Anlegget som fikk navnet Ocean Farm 1 ble levert i 2017 utenfor Trøndelagskysten, og ble da verdens første havmerd. Per 2019 hadde slaktet volum økt til 166 000 tonn.

(SalMar ASA, u.d.).

2.2 Om SalMar i dag

SalMar var verdens fjerde største lakseoppdrettsselskap målt i slaktevolumer i 2019 (Berge, Dette er verdens 20 største lakseoppdrettere, 2020). Konsernet ligger også helt i toppsjiktet i bransjen når det kommer til operasjonell effektivitet og lønnsomhetsmarginer. De eier for øyeblikket 100 lisenser for oppdrett av laks i Norge (SalMar ASA, u.d.), og oppdrettsvirksomheten fordeler seg på fire geografiske områder. De to største er Midt-Norge og Nord-Norge, som sto for 86,3 prosent av slaktevolumene i 2019. To-tredjedeler av dette igjen stammet fra Midt-Norge, som foreløpig er deres største oppdrettssegment.

Den resterende produksjonen stammer fra deres eierandeler i oppdrettsselskaper på Island (ArnarLax), og i Skottland (Scottish Sea Farms Ltd.) (SalMar ASA, 2019).



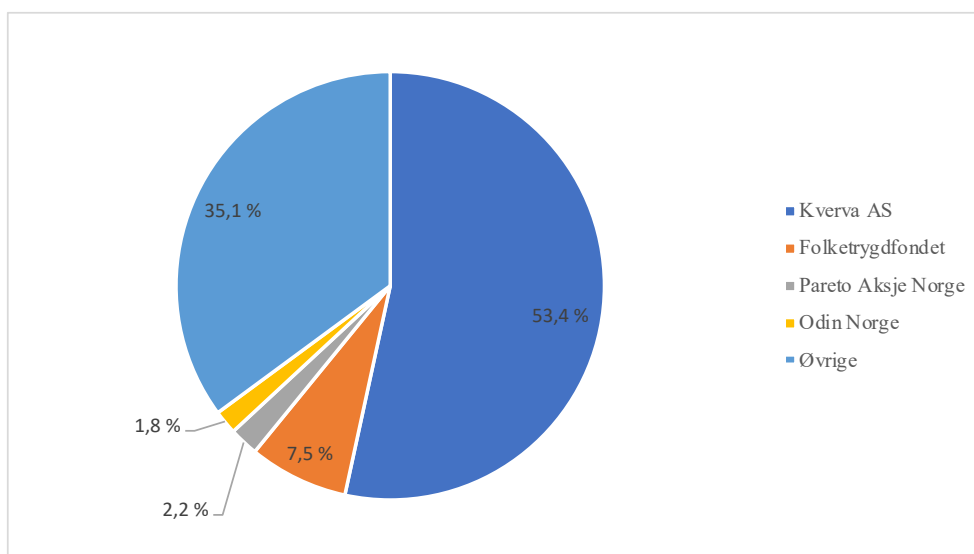
Figur 1: slaktevolum for virksomhetsområder

I de siste årene har majoriteten av SalMars eksport tilfalt det europeiske markedet, mens Asia og Amerika i 2019 respektivt sto for 21- og 8 prosent av salget (SalMar ASA, 2019).

2.3 Aksjeinformasjon

2.3.1 Hovedaksjonærer

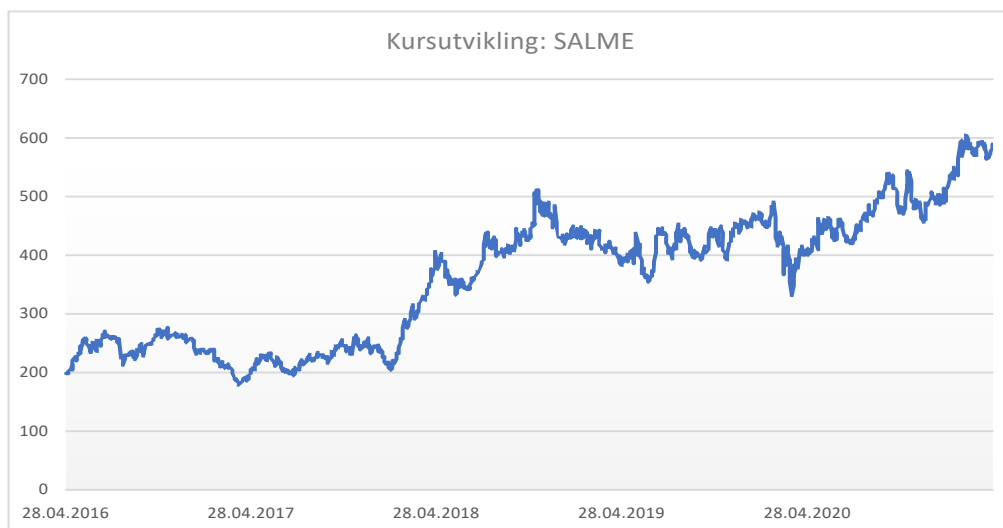
Slik det fremkommer av figuren nedenfor er holding selskapet til Gustav Kvitzøe; Kverva AS, majoritetsaksjonær i SalMar ASA. Ellers er det Folketrygdfondet, Pareto og Odin som eier de største postene i konsernet.



Figur 2: hovedaksjonærer i SalMar

2.3.2 Aksjekurs

SalMar ble notert på Oslo Børs i 2007, og handles med under symbolet SALM. Siden det har aksjen steget over 1180 prosent, per 25.01.2021. Det tilsvarer en geometrisk gjennomsnittlig avkastning på 20.45 prosent i året siden noteringen i 2007. Aksjen handles til ca. 590 kr, med en pris-til-inntjening multiplum på 21.6.



Figur 3: historiske aksjekurser for SalMar

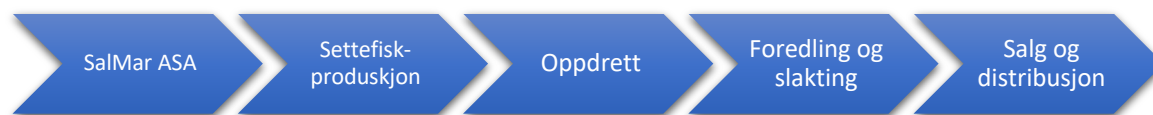
2.4 Strategi, visjon og verdier

Fremover har SalMar ambisjoner om å bli verdens beste oppdrettsselskap. De har utarbeidet en visjon for konsernet; «Passion for salmon», og fremhever to operative strategiske mål. Det ene er å være best på operasjonell effektivitet og det andre fokuserer på at salg og industri skal sikre optimal anvendelse av laksen slik at man oppnår den beste mulige prisen. Dette er målsettinger som har drevet SalMar frem til nå, og de uttrykker at dette vil utgjøre kjernen av deres strategi, også i fremtiden (SalMar ASA, u.d.).

Kjerneverdiene deres er fokus på biologien, operasjonell effektivitet og trygg matvareproduksjon (SalMar ASA, u.d.).

2.5 Verdikjeden

SalMar er et vertikalt integrert lakseoppdrettsselskap. De har internalisert hele verdikjeden, med unntak av forproduksjon.



Figur 4: Verdikjeden til SalMar ASA

SalMar har i dag syv anlegg i Norge for smoltproduksjon, i tillegg til et anlegg for produksjon av rognkjeks (SalMar ASA, u.d.). Den integrerte settefiskproduksjonen gjør SalMar helt selvforsynt med nye generasjoner matfisk.

Videre har de utviklet egne anlegg for foredling og slakting. Det største prosesseringsanlegget er InnovaMar på Frøya, med nærhet til Midt-Norge segmentet (SalMar ASA, u.d.). Dette anlegget har en kapasitet på ca. 150 000 tonn laks årlig. I tillegg utvikles et lignende anlegg; InnovaNor på Senja. Det skal stå klart i løpet av 2021, og da skal også dette anlegget ha kapasitet på rundt 75 000 tonn årlig (Soltveit, - InnovNor er et konkret eksempel på hva havbruken betyr langs kysten, 2020).

Fra prosesseringsanleggene distribueres og selges fisken globalt gjennom SalMars eget salgsapparat eller nære samarbeidspartnere (SalMar ASA, u.d.).

2.6 Innovasjon – havbasert oppdrett

SalMar etablerte i 2014 selskapet Ocean Farming AS. Et selskap med hensikt å utforske mulighetene for oppdrett til havs. I 2015 ble de tildelt de først utviklingstillatelsene av Fiskeridirektoratet, til forsknings- og utviklingsanlegget ved navn Ocean Farm 1 (OF1). Byggefasesen ble startet i 2016 og første utsett av fisk kom allerede i 2017 (Ocean Farming AS, 2019). I utviklingen av anlegget har selskapet benyttet seg av offshore-teknologi kombinert med oppdrettsekspertise. Formålet med prosjektet er å utforske mulighetene og eventuelle problemer knyttet til offshore oppdrett i Nordsjøen, både fra et biologisk og teknologisk perspektiv (SalMar ASA, u.d.). Offshore-oppdrettsanlegg åpner for vekstpotensiale innen norsk lakseoppdrett, da kapasiteten innen tradisjonell produksjon i

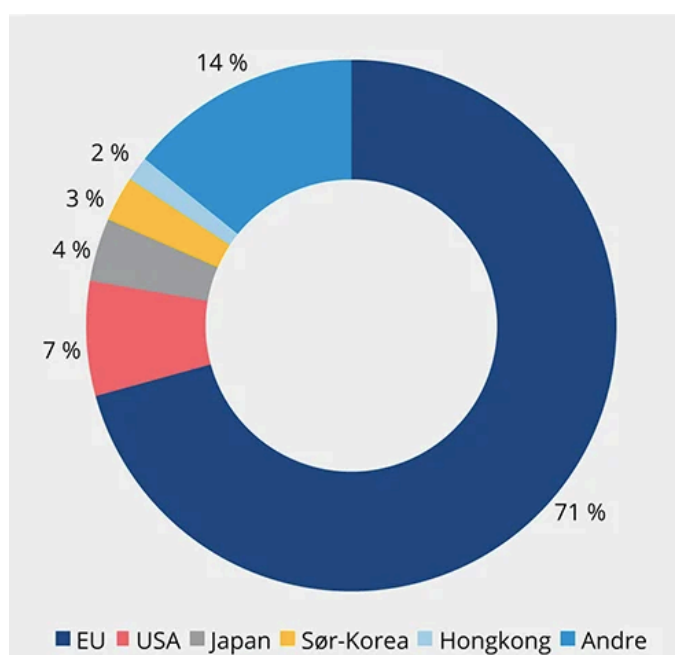
fjorder og langs kysten nærmest er maksimalt utnyttet. Havbasert oppdrett vil også forårsake mindre sjøbunnforurensing, og er bedre beskyttet mot lakselus. Så langt kan SalMar fortelle om positive resultater fra OF1 (Soltveit, - Runde to med fisk i havfarmen viser svært gode resultater, 2020), som i 2020 ble konvertert til normale produksjonstillatelser, og nå inngår i selskapets ordinære produksjon. De ønsker videre å satse på større anlegg i enda mer eksponert hav. SalMar søkte i Januar 2020 tillatelse på en lokasjon i Norskehavet for sine Smart Fish Farm anlegg.

Offshore-oppdrett er en av hovedprioritetene for SalMars strategi fremover, og skal fungere som deres hovedkilde til fremtidig vekst. Grunnleggeren og konsernsjef Gustav Witzøe uttalte nylig et mål om 150 00 tonn laks på lang sikt fra havsatsingen (Berge, Gustav Witzøe: – Vår største utfordrer er landbaserte anlegg, 2021). Satsingen kan potensielt gjøre at SalMar kan forsyne en befolkning i vekst med sjømat, på en bærekraftig måte (SalMar ASA, u.d.). I Norge har SalMar et klart forsprang på konkurrentene innen det nye virksomhetssegmentet, som eneste aktør til å starte utprøving i eget full-skala anlegg. Satsingen kan derfor være revolusjonerende for SalMar og oppdrettsnæringen som helhet, dersom den lykkes.

3 Lakseoppdrettsnæringen

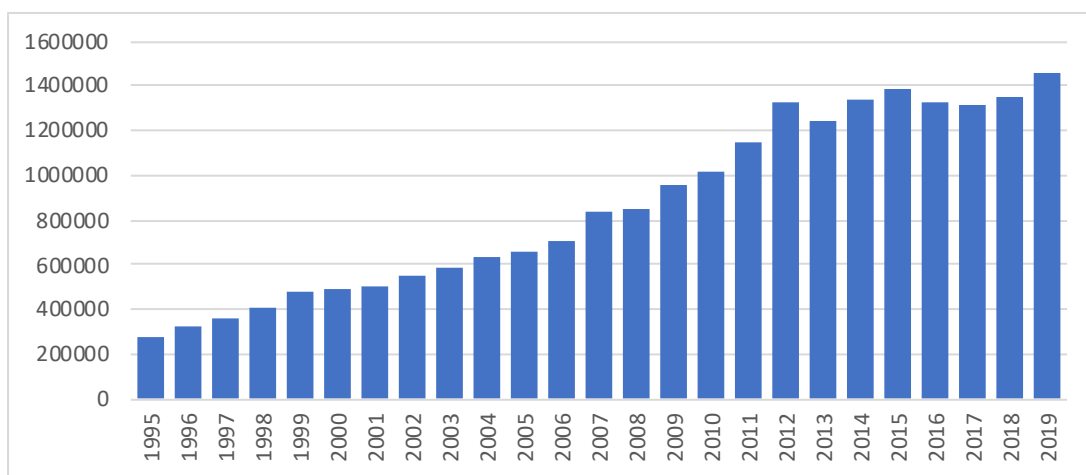
3.1 Om lakseoppdrettsnæringen

Oppdrett av fisk har lenge vært utbredt i store deler av verden og har sine røtter fler tusen år tilbake i tid. I Norge ble fiskeoppdrett for første gang testet i praksis av to brødre, Ove og Sivert Grøntvedt, på slutten av 1960-tallet (Misund, 2021). I dag forekommer mesteparten av verdens oppdrettsproduksjon i Asia, med hovedsakelig ulike typer karpefisk. Norge er verdens største oppdretter av laksefisk, og står for over halvparten av verdens produksjon. 97.5 prosent av oppdrettsfisken som produseres i Norge er laksefisk, av arten atlantisk laks, ørret eller sjørøye (Misund, 2021). Oppdrett av blant annet torsk, kveite og steinbit forekommer, men relativt sett i svært liten skala. I tillegg driver SalMar kun med oppdrett av laks. Vi har derfor valgt å avgrense bransjen SalMar operer i til lakseoppdrettsnæringen. Laks har i nyere tid blitt ettertraktet, noe som har ført til stor verdiskapning innen oppdrettsnæringen. I 2018 var oppdrett den bransjen som sto for tredje-høyest verdiskapning i Norge per årsverk. I tillegg står oppdrettsbransjen for 5,5 prosent av Norges eksportinntekter. Mesteparten av eksporten tilfaller til europeiske land, men Øst-Asia og deler av Amerika tar også imot store mengder norsk fisk årlig.



Figur 5: mottakere av norsk eksport laks (figur hentet fra regjeringens rapport om skattelegging av havbruksnæringen)

Det er flere miljømessige og klimatiske faktorer som tilrettelegger for lakseoppdrett i Norge. Lang kystlinje med god tilgang på rent og næringsrikt vann, kombinert med vanntemperaturer som egner seg spesielt til oppdrett av laks. Det er imidlertid stor usikkerhet knyttet til utsiktene for videre vekst, grunnet de miljømessige og biologiske konsekvensene næringen medfører. Næringen har nemlig vært preget av lakselus, sjøbunnforurensning og fiskerømming. Dette har ført til at norske myndigheter stiller strenge krav til produksjonen og utvidelse av drift. Dette gjenspeiles i stagnerende vekst av solgt fisk, siden 2012.



Figur 6: solgt vekt av slaktet norsk matfisk i tonn per år siden 1995 (tall hentet fra SSB)

3.2 Konkurransen

3.2.1 Konkurrenter

Vi avgrensner konkurransen til SalMar til lakseoppdrettsselskaper notert på Oslo Børs. Børs inneholder mange verdensledende lakseoppdrettsselskaper, og vi finner derfor mange gode sammenliknbare selskaper. I tillegg er SalMar vertikalt integrert og forsøker å skape verdi gjennom raffinering og forbedring prosessene i verdikjeden. Deres mest nærliggende konkurrenter er derfor andre lakseoppdrettsselskaper med fullstendig eller delvis integrering av ledd i verdikjeden. SalMar er det nest største oppdrettsselskapet på Oslo Børs målt i markedsverdi. Det er derfor naturlig å anse de største og mest dominerende aktørene, som deres primære konkurranse. I tabellen nedenfor har vi samlet de mest interessante konkurrentene. Vi har sett bort ifra Austevoll Seafood ASA, i og med at de oppnår en stor andel av verdiskapningen gjennom sin majoritetseierandel i Lerøy Seafood Group.

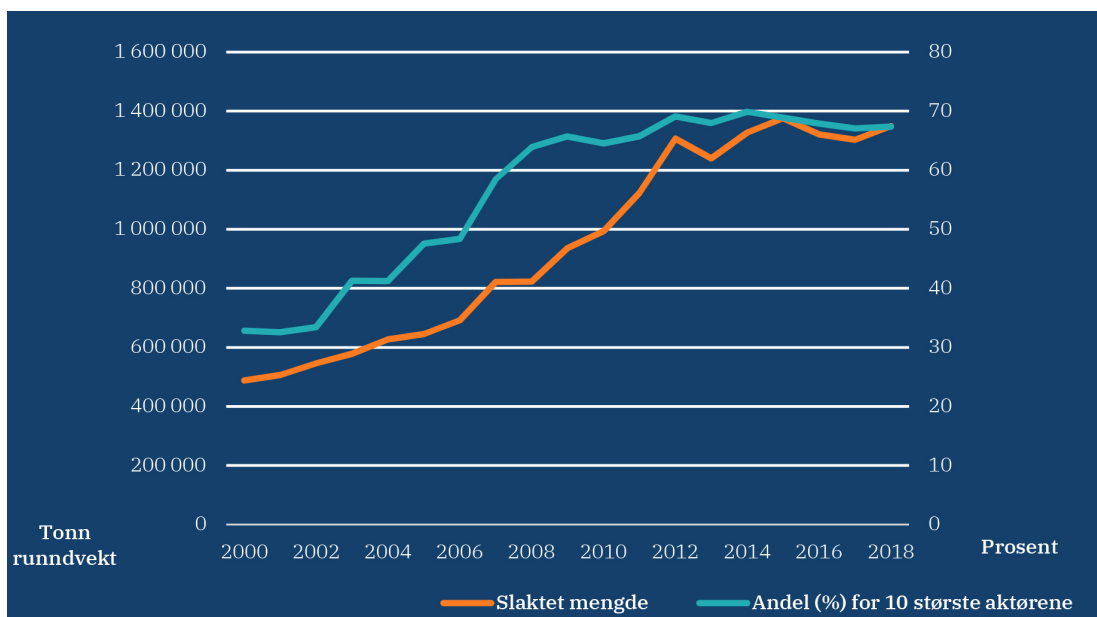
Selskap	Markedsverdi (mNOK)	Slaktevolum tonn
Mowi ASA	100 785	435 904
SalMar ASA	59 790	166 000
Bakkafrost P/F	36 813	65 109
Lerøy Seafood Group ASA	36 431	158 178
Grieg Seafood ASA	9 226	82 972
Norway Royal Salmon ASA	8 687	27 297

Figur 7: største oppdrettsselskaper på Oslo Børs etter markedsverdi, med slaktevolum i 2019 (tall hentet fra selskapenes årsrapporter fra 2019 og Yahoo Finance 04.02.2021)

Mowi ASA ble etablert i 1964 og er i dag verdens største oppdretter av laks målt i slaktevolum. De er også det største sjømatsselskapet på Oslo Børs målt i markedsverdi. Det norske selskapet er fullintegrert, og driver både oppdrett og salg globalt (Mowi ASA, u.d.). Bakkafrost P/F er et fullintegrert oppdrettsselskap, som ble etablert i 1968 på Færøyene. Oppdrettsanleggene deres befinner seg på Færøyene og i Skottland. De er priset ca. likt som Lerøy til tross for betydelig lavere slaktevolumer. Bakkafrost er kjent for god operasjonell drift noe som bidrar til denne prisingen (Bakkafrost P/F, u.d.). Lerøy Seafood Group ASA har sine røtter tilbake til 1899. De er en av de største oppdrettsselskapene i Norge målt i slaktevolumer. Selskapet er fullintegrert og driver oppdrett langs hele norskekysten (Lerøy Seafood Group ASA, u.d.). Grieg Seafood ble etablert i 1998 i Norge. De er et delvis integrert oppdrettsselskap og driver oppdrettsanlegg i Norge, på Shetlandsøyene og i Canada (Grieg Seafood ASA, u.d.). Tilslutt har vi inkludert Norway Royal Salmon. Det delvis integrerte oppdrettsselskapet ble grunnlagt i Norge i 1992, og drifter anlegg i Norge (Norway Royal Salmon ASA, u.d.).

3.2.2 Store aktører dominerer

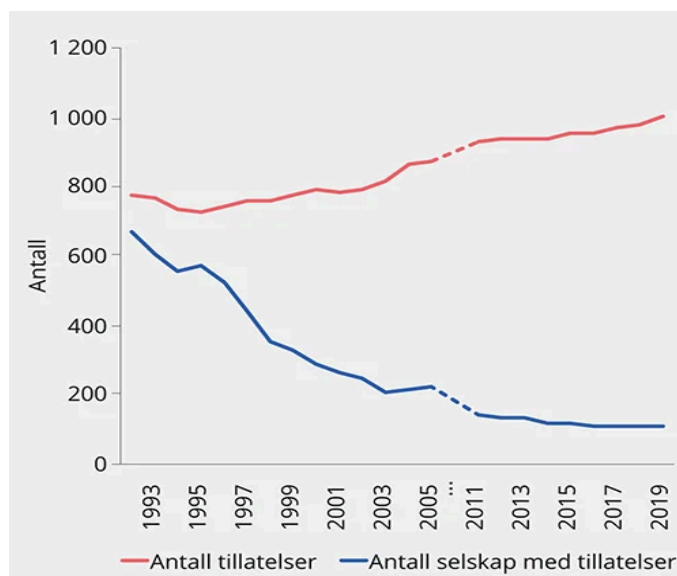
Lakseoppdrettsnæringen er en bransje som i økende grad domineres av få og store aktører. I 2018 sto de 10 største oppdrettsaktørene for 67.5 prosent av all slaktet laks og ørret i Norge (Fiskeridirektoratet, 2019).



Figur 8: slaktet mengde laks og ørret og andelen som er slaktet av de 10 største oppdrettselskapene (tabell hentet fra Fiskeridirektoratet).

Utviklingen i næringen viser at de store aktørene tilegner seg en stadig større andel av produksjonstillatelsene som er tilgjengelige. Dermed fester disse selskapene et sterkt grep om næringen i de kommende årene.

I tillegg er oppdrettsnæringen en «tung industri». I motsetning til mange nye teknologiselskaper og lignende, er oppdrett en kapitalintensiv næring. Verdiskapningen genereres gjennom bruk av komplekse anlegg og maskiner, noe som stiller høye krav til kapital. Dette taler i store etablerte aktørers favør.

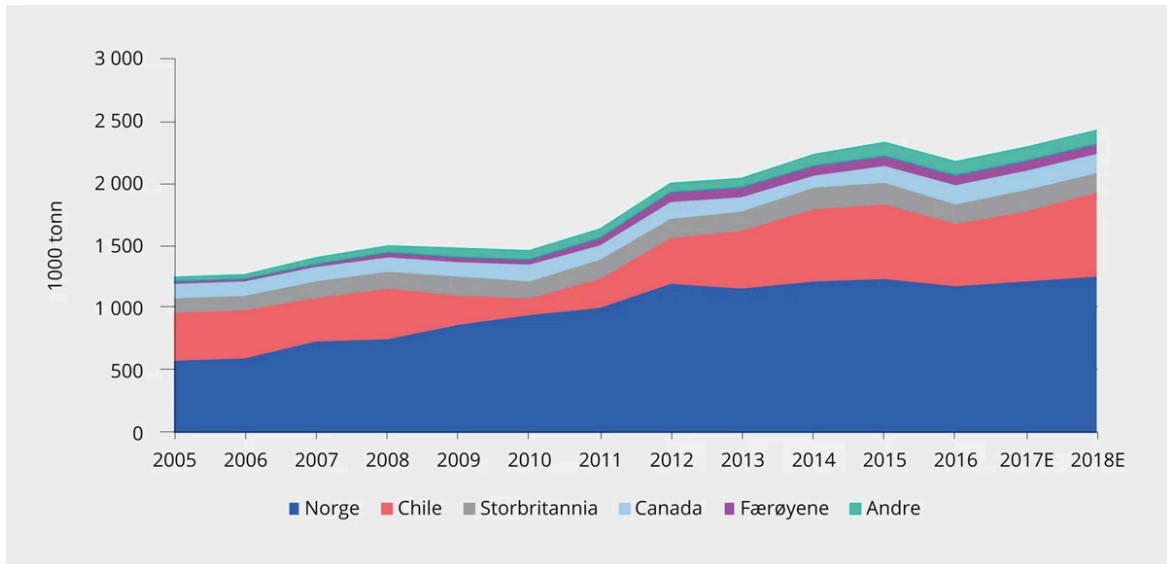


Figur 9: antall tilgjengelige produksjonstillatelser og antall selskaper med tillatelser (hentet fra regjeringens rapport om skattelegging av havbruksnæringen)

3.2.3 Ressursknapphet

Den største inngangsbarrieren mot nyetableringer innen lakseoppdrett er knappheten på riktig oppdrettsklima og knappheten på produksjonstillatelser. Selskaper er først og fremst nødt til å etablere produksjon på et geografisk område som tilrettelegger for oppdrett av laks fra et klimatisk og biologisk

perspektiv. Den norske oppdrettsnæringen har et fortrinn ved at det naturlig er godt tilrettelagt for lakseoppdrett langs norskekysten. Det er imidlertid også gode forhold i andre land, blant disse er de største Chile, Storbritannia, Canada og Færøyene (Regjeringen, 2019).



Figur 10: største lakseoppdrettsnasjoner (hentet fra regjeringens rapport om skattelegging av havbruksnæringen)

I Norge er det i tillegg knapphet på produksjonstillatelser, fordi myndighetene regulerer næringen strengt. Selskaper er avhengig av tillatelser for å drive oppdrett, noe som presser opp prisene på konsesjoner og produksjonsutvidelsestillatelser.

3.3 Bærekraftsproblematikk

Stor vekst i oppdrettsnæringen har medført stor belastning på natur og miljø, og det stilles spørsmål ved bransjens bærekraftighet. Produksjonen fører med seg utfordringer knyttet til lakselus, rømming av fisk og forurensning av havbunnen.

3.3.1 Bærekraftsproblematikk ved lakseoppdrett

Lakselus er en parasitt som lever på laksen, og spiser av fiskens hud og slim. Det kan resultere i infeksjoner og problemer med saltbalansen (Miljødirektoratet, 2020).

Lakselusen blir forsøkt bekjempet med tiltak som rensefisk og medisiner. Dette koster

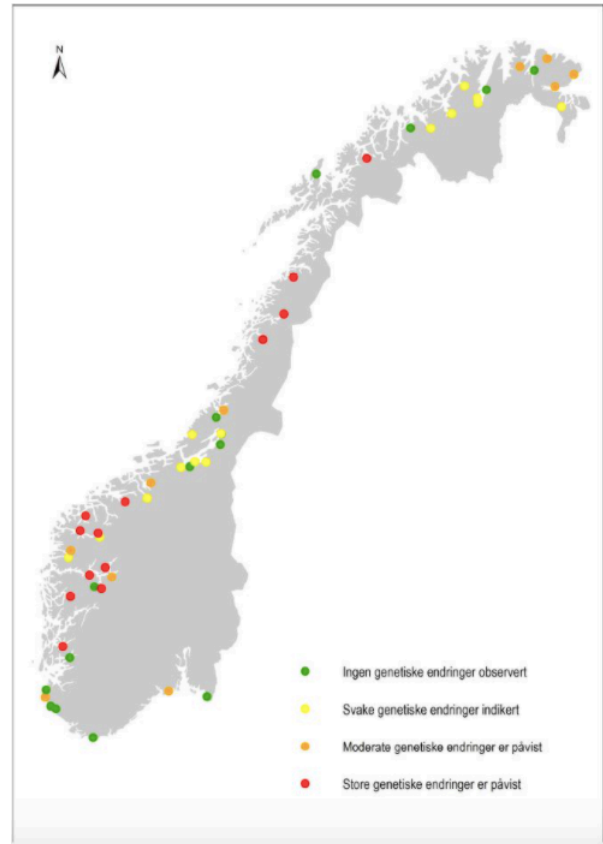
oppdrettsnæringen i alt cirka 5-10 milliarder kroner i året (Misund, 2021). I tillegg fører det til økt usikkerhet knyttet til forventet produksjon.

Fiskefor og avføring kan ha store miljøavtrykk når det slippes ut av oppdrettsanleggene og havner på bunnen av havet. Dette fører til kjemiske og biologiske forandringer i havbunnen fordi fiskeføren inneholder ingredienser som soya (Misund, 2021). I tillegg benytter oppdretterne seg av blant annet kobber og en rekke legemidler som også kan påvirke den biologiske sammensetningen i havet (Miljødirektoratet, 2020). Dette har ført til at må se etter nye lokasjoner eller metoder for oppdrettsanlegg, dersom man skal kunne oppnå videre vekst.

Rømt laks fra oppdrettsanlegg er en stor utfordring fordi den påvirker

villaksbestanden. De pleier å gyte med villaksen og det kan svekke genmaterialet til villakse yngel. På grunn av lakselusen og legemidlene oppdrettslaksen har i seg, er flere villaksbestander utrydningstruet.

Problemet oppstår på grunn av at oppdrettslaksen får færre avkom og når det forekommer krysninger så ødelegger det villaksens naturlige oppvekstområder. Oppdrettslaksen bærer på andre sykdommer som kan smitte over, noe som påvirker den ville bestanden (Miljødirektoratet, 2020). Figur 11 illustrerer genetiske endringer observert i norske villaksebestander i 2020, som en direkte påvirkning av krysning med oppdrettslaks. Av de 239 bestandene som har blitt testet er det kun 33.5% som er upåvirket, mens 28.5% har påvist store genetiske forandringer (NINA og Havforskningsinstituttet, 2021).



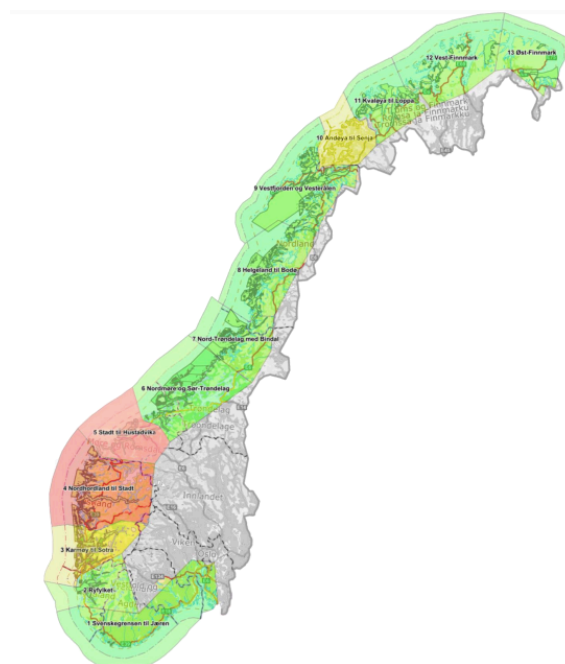
Figur 11: illustrasjon av genetisk påvirkning av oppdrettslaks på villaks (hentet fra NINA og HI rapport om rømt oppdrettslaks sin påvirkning på villaks 2021)

3.3.2 Konsekvenser for næringen

Myndighetene har bestemt gjennom lover og forskrifter at miljøutslippene fra lakseoppdrett skal reguleres og holdes til et minimum. Akvakulturloven sier at norsk oppdrett skal utføres på en miljømessig forsvarlig måte, og det impliserer strenge krav om godkjenning før produksjon kan igangsettes. I tillegg er det bestemt at tiltak skal iverksettes om det oppdages at det er mulighet for irreversibel skade på naturen

(Laksefakta, 2018). I 2017 ble det innført et trafikkløssystem hvor områder langs kysten blir tildelt en farge som bestemmer produksjonskapasiteten. Grønt lys vil si at man kan øke produksjonen, gult lys må den forbli det samme, og rødt lys må den nedjusteres. Per dags dato bestemmes disse fargene av påvirkningen lakselusen fra oppdrettsanleggene har på villaksen. I 2020 fikk 9 av 13 produksjonsområder grønt lys av Nærings- og Fiskeridepartementet, mens to fikk gult, og to rødt. Det er en forbedring fra 2017 hvor det kun var 8 grønne lys

(Regjeringen, 2020). I 2013 delte Nærings- og Fiskeridepartementet ut 45 «grønne tillatelser» til havbruk med matfisk (Fiskeridirektoratet, 2017). Disse tillatelsene hadde som mål å redusere miljøavtrykket fra driften, og stilte krav til redusert risiko for fiskerømming eller lave nivåer av lakselus. SalMar ble da tildelt 8 av tillatelsene, mest av alle oppdrettsselskapene.



Figur 12: illustrasjon av trafikkløssystemet i 2019 (hentet fra nettsidene til regjeringen)

4 Verdsettelsesteori og metodevalg

Det finnes en rekke ulike tilnærminger til å verdsette en investering. Til felles har de ulike metodene som mål å finne ut om eiendelen er under- eller overpriset. Individuer som utfører verdsettelse legger derfor til grunn den samme antakelsen om ineffisiente markeder. Altså tror de at markedsprisen på eiendeler kan være feil, og at man gjennom analyser kan avsløre og profitere på feilprisede eiendeler. I gjennomgangen av verdsettelsesteori baserer vi oss på fagboken *Investment Valuation* av Answath Damodaran. Damodaran trekker frem tre hovedtilnærminger til verdsettelse; fundamental verdsettelse, relativ verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse. De tre metodene tilbyr ulike perspektiver i verdivurderingen av en eiendel, og det er vanlig å kombinere innsikten fra de ulike metodene for å trekke en konklusjon. I tillegg vil eiendelens karakteristikk ha betydning for hvilke verdsettelsesmetoder man kan og bør benytte seg av.

4.1 Fundamental verdivurdering – diskonterte kontantstrømmer (DCF)

Verdsettelse etter «diskonterte kontantstrømmer» metoden danner fundamentet for all annen verdsettelse. Verdsettelsesmetoden tar utgangspunkt i estimerte fremtidige kontantstrømmer fra en investering, og uttrykker nåverdien av disse basert på en neddiskonteringsfaktor.

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

Formel 1: generell nåverdi formel (Kilde: Damodaran)

Hvor: CF_t = kontantstrøm i periode t

r = avkastningskrav basert på risiko

n = eiendelens levetid

Metoden kan benyttes på to ulike måter. Både til å finne verdien av egenkapital og hele selskaper, henholdsvis egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden. I tillegg til selskaper, kan man verdsette andre eiendeler som har en kontantstrøm. I utførelsen av en diskontert kontantstrøm-verdsettelse må man innhente en rekke parametere, som samlet uttrykker nåverdien av investeringen. Kvaliteten på verdsettelsen avhenger derfor av kvaliteten på beregningene av disse parameterne. Videre går vi i dybden gjennom en slik verdsettelse steg for steg etter både egen- og totalkapitalmetoden.

4.1.1 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden søker å finne verdien av en investering i et selskaps egenkapital. Det er derfor essensielt at man kun benytter seg av tallene som er relevant for eiere av egenkapitalen. Altså kontantstrømmer til egenkapitalen og avkastningskrav til egenkapitalen.

4.1.1.1 Avkastningskrav (kapitalverdimodellen)

Egenkapitalens avkastningskrav er et mål på investeringens risiko, og illustrerer den avkastningen investorer krever gitt den underliggende risikoen. Risikoen oppstår som et resultat av usikkerheten knyttet til forventet avkastning, og en mer risikabel investering vil av den grunn ha et høyere avkastningskrav. Det betyr at investoren krever mer penger i avkastning for å ta på seg større risiko. For å regne ut dette kravet skal vi basere oss på en anerkjent formelen for forventet avkastning; kapitalverdimodellen (CAPM):

$$E(r_i) = R_f + \beta_i * (E(r_m) - R_f)$$

Formel 2: kapitalverdimodellen/capital asset pricing model

Hvor: $E(r_i)$ = egenkapitalens avkastningskrav

R_f = risikofri rente

β_i = eiendelens beta

$E(r_m)$ = forventet avkastning i markedet

Parameterne ovenfor skal vi videre redegjøre for (Damodaran A. , Chapter 4 The Basics of Risk, 2012).

4.1.1.1.1 Risikofri rente

Modeller for risiko og avkastning innen finans bruker som regel en risikofri rente som fundamentet i dannelsen avkastningskravet, i tillegg til et påslag for den selskapsspesifikke risikoen. Risikofri rente er definert som avkastningen på en investering hvor forventet avkastning alltid tilsvarer faktisk avkastning. En slik investering vil være fullstendig risikofri. I virkeligheten må da to krav må være oppfylt.

Det ene er at det ikke kan være misligholdsrisiko hos utstederen av verdipapiret/eiendelen. Dette impliserer at utstederen må være en myndighet, fordi de som regel styrer pengetrykningen. Private firmaer derimot vil alltid ha en viss grad av misligholdsrisiko. Allikevel finnes det flere land med misligholdsrisiko på statsutstedte verdipapirer. Blant annet har vi i nyere tid sett det i Hellas, under deres gjeldskrise (Holden, 2018). Hellas sine statsverdipapirer er da ikke risikofrie, men dersom en myndighet uten misligholdsrisiko utsteder verdipapirer i Hellas kan denne renten benyttes som risikofri rente.

Det andre kravet tar for seg at det ikke kan være noen reinvesteringsrisiko. En investering som betaler kupongrente vil ha en usikkerhet knyttet til hvilken rente man kan reinvestere disse rente-beløpene til. Risikofri rente må derfor beregnes av en null-kupong (zero-coupon) verdipapir, som eliminerer reinvesteringsrisiko. Renten på en null-kupongs statsobligasjon er derfor det nærmeste man kommer en risikofri rente.

Valget av risikofri rente må være konsistent med andre elementer i verdsettelsen. Først og fremst bør man benytte seg av et renteinstrument med en løpetid som tilsvarer tidsperspektivet for den aktuelle investeringen. Dersom du vurderer en langsiktig investering vil en 10- eller 15-årig statsobligasjon være relevant. Vurderer man en kortsiktig investering på under et år, vil en statskasseveksel (Treasury bill) være mer passende. Man kan i teorien utføre verdsettelse i alle valutaer, så lenge man innhenter risikofri rente i den samme valutaen man måler kontantstrømmene i. Differanser mellom nasjoners renter skal reflektere ulike forventninger til inflasjon. Bakgrunnen for dette argumentet kommer fra kjøpekraftsparitet (Purchasing Power Parity), og skal i teorien sørge for likt utfall uavhengig av valgt valuta. Det siste konsistens hensynet man må ta er

om man skal gjøre verdsettelsen i nominelle eller reelle termer. Valget vil påvirke hvordan du estimerer både kontantstrømmer og avkastningskravet. (Damodaran A. , Ch. 7 Riskless rates and risk premiums, 2012)

4.1.1.1.2 Beta

Betaen til en investering er en parameter, som illustrerer hvor eksponert et selskap er mot systematisk risiko i forhold til en vel diversifisert referanseindeks (f.eks. OSEBX). Systematisk risiko, også kalt markedsrisiko, defineres som den risikoen som påvirker hele markedet. Det er denne risikoen investorer får betalt for å påta seg, da den ikke kan diversifiseres bort. Fra Formel 2 ser man at betaen multipliseres med risiko premien i markedet ($E(r_m) - R_f$). En investering med en beta høyere enn 1 tilsier at en gitt endring i markedsavkastningen vil medføre en større endring i avkastningen til det aktuelle selskapet. Dette selskapet er dermed mer eksponert mot markedsrisiko enn markedet generelt, noe som taler for et høyere avkastningskrav. På samme måte er selskaper med beta lavere enn 1, mindre sensitive enn markedsindeksen til systematisk risiko. Det finnes flere måter å estimere beta verdien på. Videre skal vi ta for oss to av de mest etablerte metodene, i tillegg til å se på fordeler og ulemper ved dem.

Historisk beta

Denne metoden er den mest konvensjonelle for å estimere et selskaps beta. Historiske data benyttes til å utføre en lineær regresjon av avkastningen til en investering mot avkastningen på en markedsportefølje. Stigningstallet til linja er selskapets beta og illustrerer hvor mye avkastningen til investeringen endres av en endring i avkastningen på markedsporteføljen i prosent. Alternativt kan man også beregne verdien matematisk som illustrert i formel 3.

$$\beta = \frac{\text{Covarians}(R_{\text{investering}}, R_{\text{marketed}})}{\sigma_{\text{marketed}}^2}$$

Formel 3: historisk beta (Damodaran, ch.8, s. 183)

En vanlig måte å finne et selskaps beta verdi på er fra et finans-service selskap, f.eks. Bloomberg, som estimerer slike verdier. De benytter historisk regresjonsbeta, men

korrigerer den slik at den trekkes mot 1. Dette kalles «adjusted beta» og begrunnes med at betaer over tid tenderer mot 1.

Estimering av regresjonsbeta krever at man tar noen valg. Hvor lang periode skal man innhente data fra. Spesifikke trekk ved selskapet eller markedet i perioden vil påvirke estimatet. Deretter må man velge hvilken frekvens man innhenter data i. Det kan være årlig, månedlig eller daglig avkastning, og flere observasjoner gjør estimatet mer presist. I tillegg må man velge en indeks/markedsportfølje til regresjonen, som er representativ for marginalinvestoren i selskapet. For små norske firmaer kan det være OSEBX-indeksen, mens for Equinor vil det være mer passende med en internasjonal indeks.

Fordeler med å estimere betaer ved å bruke historisk data er enkelhet og intuisjonen, men det har sine ulemper. Historiske betaer ofte har store standardavvik, noe som gjør estimatene lite presise. I tillegg kan man ta ulike valg i estimeringen noe som åpner for menneskelige feil. Kombinert med at man ikke tar hensyn til endringer i selskapers risikoprofil og framtidsutsikter, kan man fastslå at historiske betaer ikke er perfekte.

Fundamental beta

Denne metoden vurderer fundamentale aspekter ved selskaper og benytter disse til å bygge en beta. Damodaran fokuserer på tre fundamentale determinanter. Hva slags virksomhet firmaet opererer i, kostnadsstruktur og finansieringsstruktur.

En fremgangsmåte for å estimere en fundamental beta presenteres av Damodaran, og kalles «Bottom-Up Betas». Metoden går ut på å beregne et gjennomsnitt av regresjonsbetaene til sammenliknbare firmaer i samme virksomhetsområde, og å dele det på den gjennomsnittlige gjeld-til-egenkapital raten til firmaene for å fjerne påvirkningen av finansieringsstrukturen. Denne verdien kalles «unlevered beta».

$$\beta_{unlevered} = \frac{\beta_{sammenliknbare\ firmaer}}{1 + (1 - t) * \left(\frac{Gjeld}{EK}\right)}$$

Formel 4: formel for «unlevered beta» (Kilde: Damodaran)

Opererer firmaet innen flere virksomhetsområder kan man bruke et vektet gjennomsnitt av «unlevered beta» for hvert av områdene de opererer i, basert på andelen av verdiskapningen de respektive virksomhetsområdene genererer (se Formel 5).

$$\text{unlevered } \beta_{\text{hele selskapet}} = \sum_{j=1}^{j=k} (\text{unlevered } \beta_j * \text{verdivekt}_j)$$

Formel 5: j =ett virksomhetsområde, utregning av samlet beta ved flere virksomhetsområder (kilde: Damodaran)

Man kan i tillegg fjerne gjennomsnittlig effekt av kostnadsstruktur fra «unlevered beta» og legge til den bedrift spesifikke.

Dermed har du en beta verdi som kan brukes til å finne bedriftens spesifikke beta med hensyn til deres gjeldsgrad. For å komme til denne verdien inkorporeres igjen effektene av bedriftens spesifikke gjeld og egenkapitalmiks. Illustrert i figur 14.

$$\beta_{\text{levered}} = \beta_{\text{unlevered}} (1 + (1 - t) * \left(\frac{\text{Gjeld}}{\text{EK}} \right))$$

Figur 13: Utrekning av levered beta for et spesifikt selskap (Kilde: Damodaran)

Denne måten å beregne betaer på gir redusert standardavvik grunnet bruk av gjennomsnitt til mange selskapers regresjonsbetaer. En «bottom-up beta» kan bli konfigurert til å reflektere fundamentale endringer i selskapet, i tillegg til å analysere effekten av fremtidige eller potensielle endringer på selskapets beta. Allikevel finnes det ulemper ved denne metoden også. Blant annet er det ikke bestandig like lett å finne sammenliknbare selskaper.

4.1.1.1.3 Egenkapital risikopremie (ERP)

Egenkapitalens risikopremie er den siste faktoren vi mangler i kapitalverdimodellen. Den defineres som tilleggs-avkastningen investorer oppnår ved å holde aksjer over et risikofritt alternativ.

$$ERP = E(r_m) - R_f$$

Formel 6: Egenkapital risikopremie slik den fremkommer i kapitalverdimodellen

Hvor: ERP = egenkapitalens risikopremie (equity risk premium)

$E(r_m)$ = Forventet avkastning på en referanseindeks

R_f = risikofri rente

Mer spesifikt er ERP et mål på avkastningen investorer gjennomsnittlig krever for å investere i en markedsportefølje, som kun er eksponert mot markedsrisiko. Denne faktoren blir brukt som et generelt mål på risiko i markedet, og må multipliseres med et selskaps beta-verdi for å si noe om en spesifikk investerings risiko.

ERP beregnes normalt ved å bruke historisk data. Den observerte avkastningen til en markedsportefølje, eksempelvis OSEBX, sammenliknes med avkastningen på et risikofritt verdipapir over en lang periode. Den gjennomsnittlige forskjellen på en årlig basis tilsvarer historisk ERP. I estimeringsprosessen må man reflektere rundt lengden på perioden man henter historiske data fra. ERP estimatet vil reflektere risiko-profilen til investorer i den perioden, og en kortere periode vil resultere i et mer oppdatert estimat. På den annen side vil en kortere periode lede til økt standardavvik og dermed svekke kvaliteten i estimatet. Damodaran argumenterer også for at man bør bruke geometrisk- fremfor aritmetisk gjennomsnitt i utregningen av årlig gjennomsnittlig avkastning til både markedsporteføljen og risikofri rente. Fordi avkastning fra år til år er avhengige av hverandre vil geometrisk gjennomsnitt bedre fange opp korrekt gjennomsnittlig avkastning. (Damodaran A. , Ch. 7 Riskless Rates and Risk Premiums, 2012)

4.1.1.2 *Kontantstrøm til egenkapitalen (FCFE)*

Kontantstrøm til egenkapital (free cash flow to equity = FCFE) er et mål på inntjeningen som tilfaller egenkapitalinvestorene i et selskap, etter at alle utgifter, investeringer og gjeldsposter er betalt. Estimeringen tar derfor utgangspunkt i selskapets overskudd, fordi det regnskapsmessig tilfaller egenkapitalen og investorene. Deretter trekker man fra investeringer og legger til avskrivninger, som illustrerer netto kapitalutgifter i perioden. Deretter må man trekke fra investeringer, eller legge til reduksjoner i arbeidskapital da denne posten binder opp kapital. Dette tallet kan ofte variere mye fra år til år og kan estimeres som en prosent av omsetningen. Til slutt legges endring i gjeld til. Prosessen er illustrert i Tabell 1.

Kontantstrøm oppstilling etter egenkapitalmetoden	
	Årsresultat
+	Avskrivninger
-	Investeringer
+/-	Endring i arbeidskapital
+/-	Endring i gjeld
=	Kontantstrøm til EK

Tabell 1: fra overskudd til kontantstrøm til egenkapitalen (Kilde: Damodaran)

(Damodaran A. , Investment Valuation, 2012)

4.1.2 Totalkapitalmetoden

Verdsettelse etter totalkapitalmetoden forsøker å fastslå verdien av et helt selskap. Denne verdien består av både egenkapital og gjeld. Dermed medregnes også verdiene som tilfaller kreditorene, i tillegg til aksjonærene.

4.1.2.1 Avkastningskrav (WACC)

Avkastningskravet til totalkapitalen skal reflektere den gjennomsnittlige kostnaden til et selskaps finansierings miks. I tillegg til egenkapital består den av gjeld. Dermed utgjør avkastningskravet til totalkapitalen, også kalt totalkapitalkostnaden, et vektet gjennomsnitt av egenkapitalkostnaden og gjeldskostnaden. Gjeldskostnaden til et selskap kan beregnes på ulike måter. En metode er gjennom rentekostnadene selskapet betaler på sin gjeld. Denne kostnaden bestemmes av risikofri rente, samt et påslag for selskapets misligholdsrisiko. Rentekostnader reduserer også skattekostnaden. Denne fordelingen ved gjeld må også inkluderes i estimeringen av totalkapitalkostnaden. Vi benytter oss av WACC (Weighted Average Cost of Capital) formelen når vi skal beregne totalkapitalkostnaden til et firma.

$$WACC = \frac{E}{TK} * E(r_i) + \frac{D}{TK} * D(r_i) * (1 - t)$$

Formel 7: totalkapitalkostnad

Hvor: E = markedsverdi av selskapets egenkapital

$D = \text{markedsverdi av selskapest gjeld}$

$TK = \text{markedsverdi av selskapets total kapital}$

$E(r_i) = \text{egenkapitalsavkastningskrav}$

$D(r_i) = \text{gjeldskostnad}$

$t = \text{skattekostnad}$

(Damodaran A. , Investment Valuation, 2012)

4.1.2.2 Kontantstrøm til selskapet (FCFF)

Kontantstrøm som tilfaller total kapitalen (FCFF = Free Cash Flow to Firm) forteller hvorvidt et selskaper tjener penger fra sine operasjonelle aktiviteter. Det er disse midlene, som blir igjen til å dekke forpliktelser til kreditorer og aksjonærer. Av den grunn ser man bort fra rentekostnader når man beregner denne kontantstrømmen. Fremgangsmåten er illustrert i Tabell 2.

Kontantstrømoppstilling etter total kapitalmetoden	
	Driftsresultat (EBIT)
-	Skatt
+	Avskrivninger
-	Investeringer
+/-	Endring i arbeidskapital
=	Kontantstrøm til TK

Tabell 2: utregning av kontantstrøm til total kapitalen

(Damodaran A. , Investment Valuation, 2012)

4.1.3 Vekst

Vi vet at nåverdien av et selskap tilsvarer verdien av fremtidige kontantstrømmer. Det å estimere veksten i de fremtidige kontantstrømmer er derfor helt avgjørende for en fundamental verdsettelse. Firmaer som aldri har hatt profitt kan allikevel være høyt priset i markedet. Dette kommer av forventninger til fremtidig vekst. Vekst-raten estimeres vanligvis på tre måter, som presenteres av Damodaran.

Historisk vekst

En metode er å bruke historisk vekst. Dette er den enkleste metoden, men har en rekke nedsider. Blant annet forteller ikke raten noe om forventninger til fremtidig vekst. I tillegg er man avhengig av tilgjengelig historisk data.

Analytiker estimer

En annen metode man kan bruke til å estimere fremtidig vekst er å bruke analytikerne som følger selskapet sine estimer. Denne metoden er også problematisk. Utfallet av verdsettelsen baseres på andres forutsetninger, i tillegg til at disse vekst estimatene ikke ligger tilgjengelig for andre enn de største firmaene.

Fundamental vekst

Den fundamentale metoden ser på driverne for vekst i et selskap, og skiller mellom vekst i egenkapitals- og totalkapitalsinntjeningen.

Veksten i egenkapitalsinntjeningen søker å finne veksten i netto inntekter. Denne veksten drives av andelen netto inntekter som blir beholdt i firmaet (retention rate), og avkastningen selskapet oppnår på egenkapitalen (ROE).

$$vekstrate_t = retention\ rate_{t-1} * ROE$$

Formel 8: vekstrate i netto inntekter (Kilde: Damodaran)

Vekst i inntjeningen til totalkapitalen beregner veksten i driftsresultatet (EBIT). Da ser man på total reinvestering i firmaet, og avkastningen på investert kapital.

$$vekstrate_t = reinvesteringsrate_{t-1} * ROC$$

Formel 9: vekstrate i driftsresultat (Kilde: Damodaran)

(Damodaran A. , Investment Valuation, 2012)

4.1.4 Terminalverdi

DCF-metoden vi har presentert så langt baserer seg på et estimat av kontantstrøm hvert år, i den perioden man ønsker å verdsette et selskap. Siden man ikke kan estimere kontantstrømmer i evig tid må vi avslutte verdsettelsen. Terminal verdien skal reflektere

verdien av selskapet på et gitt fremtidig tidspunkt, og kan estimeres på ulike måter. Man kan bruke likvideringsverdien, som er verdien eiendelene kan selges for på et gitt tidspunkt. Denne metoden kan benyttes hvis man tror at driften vil opphøre og alle eiendelene vil bli solgt. En annen metode forutsetter at selskapet på et tidspunkt oppnår stabil vekst, og at den veksten vil vedvare i all evighet.

Estimatet baseres på kontantstrømmer, avkastningskrav og vekst. Disse parameterne må være konsistente med formålet for verdsettelsen (total kapital/egenkapital). Et annet hensyn som må tas er at vekstraten i stabil vekst aldri kan bli høyere enn vekstraten i økonomien. Denne metoden kan benyttes på de fleste selskaper, og det er denne vi skal benytte oss av i verdsettelsen. Beregningene av terminal verdi er illustrert i Formel 10.

$$\text{Terminal verdi}_t = \frac{\text{Kontantstrøm}_{t+1}}{r - v}$$

Formel 10: utregning av terminalverdi

Hvor: $r = \text{avkastningskrav}$

$v = \text{vekst}$

$t = \text{år}$

(Damodaran A. , Investment Valuation, 2012)

4.2 Relativ verdsettelse

I relativ verdsettelse blir en eiendel vurdert basert på hvordan den prises i markedet, relativt til sammenliknbare eiendeler. En slik metode krever to elementer. En standardisert verdi. Det kan være overskuddet til et selskap, bokført verdi av egenkapitalen eller andre relevante finansielle verdier av betydning for verdien til et selskap. Det andre elementet er gode sammenliknbare selskaper. Med det menes selskaper som opererer i samme marked, uten store avvik i de grunnleggende faktorene: risiko, vekstutsikter og kontantstrømmer. Å finne identiske selskaper er ikke realistisk, og det må justeres for ulikheter i selskapene.

Relativ verdsettelse er svært utbredt fordi den er mindre tidkrevende enn en fundamental verdsettelse, i tillegg til å være lett forståelig. Den utføres også med færre antakelser enn

en fundamental verdsettelse og begrenser dermed individets påvirkning på verdien. Samtidig uttrykker relativ verdsettelse verdi basert på prisingen av sammenlignbare selskaper og påvirkes derfor i stor grad av den underliggende markedssituasjonen. Eksempelvis vil et selskap bli verdsatt til en lavere pris i en finansiell krise, selv om deres fundamentale faktorer taler for en høyere verdi. (Damadoran s 453-454)

4.2.1 Price to Earnings (P/E)

Den mest utbredte relative verdsettelses-multiplikatoren er Price-Earnings. Denne verdien tilsvarende markedsverdien av egenkapitalen til et selskap, dividert på overskuddet til selskapet i en gitt periode. Multiplikaen kan også estimeres per aksje, som illustrert i Formel 11.

$$P/E = \frac{\text{Market price per share}}{\text{Earnings per share}}$$

Formel 11: Price to earnings

I beregningen av multiplikatoren kan man bruke historisk, nåværende eller fremtidig overskudd. I sammenlikning med andre selskaper er det avgjørende at man benytter seg av tilsvarende periode for alle selskapene. Det enkleste er å bruke nåværende overskudd, hvor man tar dagens verdi og ser på resultatet for de siste 12 tilgjengelige månedene. Det vil imidlertid ikke nødvendigvis være representativt for fremtiden. Derfor bruker aksjeanalytikere ofte forventet resultat de neste 12 månedene. Ved valg av overskuddsperiode er det avgjørende å adressere om selskapet er i en høy eller stabil vekst periode, siden det kan forklare eventuelle forskjeller i sammenligningen (Damadoran, 468). En høy P/E-verdi tyder som regel på at investoren forventer at selskapet kommer til å øke resultatet fremover, siden investoren betaler mye for dagens resultat. En lav P/E-verdi indikerer at markedet forventer at selskapets fortjeneste skal stagnere eller synke.

4.2.2 Price to Book Value (P/BV)

Denne multiplikatoren ser på forholdet mellom markedsverdien - og den bokførte verdien av et selskaps egenkapital. Forholdet kan beskrives slik:

$$P/BV = \frac{\text{Market price per share}}{\text{Book value of equity per share}}$$

Formel 12: Price to Book value

Bokverdien av egenkapitalen tilsvarer forskjellen mellom den bokførte verdien til eiendelene og den bokførte verdien av gjelden. Hvis et selskap gjør store investeringer i et år og har negativ kontantstrøm vil man ikke kunne bruke P/E multiplikatoren. Med P/B så er det fortsatt mulig å verdsette selskapets pris i forhold til den bokførte verdien deres. Den bokførte verdien man får med denne metoden kan variere som følge av regnskapsmetoder på avskrivninger. I tillegg vil ikke denne metoden gi et korrekt bilde hvis man sammenligner et kapitalintensivt selskap som en bilprodusent, mot et selskap med lite fysiske eiendeler som for eksempel en sosial medieplattform. (Damadoran s 511-512)

4.2.3 Price to Sales (P/S)

Denne multiplikatoren måler verdien av et selskap mot selskapets driftsinntekter. Denne metoden gjør det mulig å sammenligne selskap så lenge de har inntekter. Da kan for eksempel ny oppstartede selskaper som ikke går med overskudd fortsatt sammenlignes. Forholdet kan uttrykkes slik:

$$P/S = \frac{\text{Market price per share}}{\text{Revenues per share}}$$

Formel 13: Price to sales

I motsetning overskuddsmultiplikatoren og bokført verdi, så er denne metoden vanskelig å manipulere. Denne multiplikatoren påvirkes ikke av avskrivninger, eiendeler, regnskapsstandarder etc.. Den tar kun for seg markedsprisen i forhold til inntektene. Man bør være oppmerksom ved bruk av denne multiplikatoren på at det finnes mange selskap som genererer mye inntekter uten at det resulterer i overskudd. (Damadoran, s. 542)

4.2.4 Sektor spesifikke multiplikator

Med en sektorspesifikk multiplikator kan en analysere verdien av et selskap, ved å sammenligne nøkkeltall som er av relevans for spesifikke sektorer. Det kan være alt fra antall enheter solgt, medlemmer, energi brukt etc. Denne verdien kan du sette opp mot overskudd, driftsresultat, verdien av selskapet etc. En slik multiplikator kan være svært nyttig når man sammenligner selskap som opererer i samme bransje. Videre i verdsettelsen vil vi for eksempel sammenligne EBIT mot antall kilo slaktet laks.

$$EBIT/KG = \frac{EBIT}{Kilo\ slaktet\ laks}$$

Formel 14: Sektorspesifikk multiplikator

4.2.5 Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)

$$EV/EBITDA = \frac{\text{Market value of equity + debt - cash}}{EBITDA}$$

Formel 15: Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)

Dette er en multiplikator som tar for seg Enterprise Value som er markedsverdien av egenkapital og gjeld trukket fra kontantbeholdningene, og gir et godt bilde av selskapets totale oppkjøpsverdi. Verdien blir dividert på driftsresultatet før renter, skatt, av- og nedskrivninger. Denne metoden er svært utbredt blant investorer siden den ikke påvirkes av regnskapsmessig avskrivningsmetode. I tillegg er det færre bedrifter med negativ EBITDA enn bedrifter med negativt overskudd. Denne multiplikatoren er også nyttig når man sammenligner selskaper med ulik gjeldsgrad, fordi telleren er selskapets verdi og nevneren er resultat før gjelds- og skattekostnader. (Damadoran, 500-501).

Det er krevende når en skal bruke denne multiplikatoren på børsnoterte selskaper med verdipapirer i andre børsnoterte selskaper. Hvis et selskap har en minoritetseierandel i et annet selskap, vil ikke driftsinntektene til hovedselskapet inkludere inntektene fra det andre selskapet. Telleren i multiplikatoren har med markedsverdien av egenkapital, som inkluderer verdien av disse aksjene. Denne skjevheten fører til at multiplivert verdien kan bli

for høy. Når selskapet eier en majoritetsandel i et annet selskap, oppstår en annen utfordring. Da vil driftsresultatet til hovedselskapet inneholde 100% av driftsresultatet til selskapet det eier aksjer i. Samtidig vil markedsverdien av egenkapital kun ha med den prosentandelen hovedselskapet faktisk eier. Resultatet blir da at multiplikatoren blir uforholdsmessig lav. (Damadoran, 500-501)

4.3 Opsjonsbasert verdivurdering

En opsjon blir definert som en rett, men ikke plikt til enten å kjøpe eller selge en underliggende eiendel på et bestemt tidspunkt til en forhåndsbestemt pris. (Damadoran, 87). Opsjonsbasert verdsettelse er en videreføring av den fundamentale verdsettelsen og er nyttig fordi den gir rom for fleksibilitet i form av strategiske valg i verdivurderingen. Det kan være valg som å starte, stanse, endre og eventuelt avslutte et prosjekt om de finner det passende.

Denne metoden er praktisk når man verdsetter selskap med patenter, teknologiselskaper, eller naturressursreserver som ikke er uthentet, fordi den hensyn tar muligheten for fremtidige vendinger. Til sammenlikning vil ikke fundamentale verdsettelse alltid gjenspeile den potensielle verdien av disse eiendelene. Derfor blir opsjonsbasert tilnærming brukt som et supplement til den fundamentale verdsettelsen. (Damadoran, 23-25)

4.4 Dividendemodellen

En investor som eier aksjer i et selskap, kan motta en jevnlig utbetaling per aksje som kalt dividende. Ved å betrakte disse dividendene som en kontantstrøm kan en estimere verdien av egenkapitalen til selskapet. I dividendemodellen antar man ofte en fast periodisk utbetaling, som vokser med en konstant rate i all fremtid. Aksjeprisen reflekterer da nåverdien av de evige dividendeutbetalingene. Det fins andre måter å regne ut denne verdien på, og det er hovedsakelig forventninger om vekst som skiller disse. I denne oppgaven skiller vi mellom Gordons-modell og flertrinnsmodellen.

4.4.1 Gordons modell

Gordons modell beregner dagens aksjepris ved å ta neste periodes utbytte og dividere dette med differansen mellom avkastningskravet den vekstraten. Denne metoden forutsetter at selskapet kommer til å eksistere for alltid, og vekstraten i dividendeutbetalingene holdes konstant. Vekstraten i formelen bør være lik selskapets forventede vekst i overskudd fremover. Hvis vekstraten i dividendeutbetalingen er høyere enn overskuddets vekst vil den etter hvert ta igjen overskuddet, mens hvis den er lavere vil utbetalingen konvergere mot null. Dermed vil denne modellen passe best for selskaper i «steady state», altså selskaper som har stabile veksutsikter. Gordons modell kan uttrykkes slik:

$$P_0 = \frac{D_1}{r - g}$$

Formel 16: Gordons vekstformell

Hvor:

- P_0 = Dagens aksjekurs
- D_1 = Neste års utbytte/dividende
- r = Avkastningskrav til egenkapital
- g = Konstant vekstrate

4.4.2 Flertrinnsmodell

En flertrinnsmodell åpner opp for at det er mulig å neddiskontere dividendene til selskaper som er i forskjellige vekststadier før de når «steady state». I en totrinnsmodell så vil den innledende fasen kjennetegnes av en vekstperiode hvor veksten kan være høyere eller lavere enn den konstante, i et gitt antall år. Denne perioden etterfølges av en konstant vekstperiode som er evigvarende. Det er en god metode for selskaper som har stor vekst nå, men vil avta og nærme seg et stabilt nivå.

I en tretrinnsmodell er intuisjonen den samme. Det starter med en periode med høy vekst, en overgangsperiode og en stabil vekstperiode. I denne modellen vil dividendeutbetalingene bli holdt igjen i høyvekstperioden, for så og gradvis øke parallelt med selskapets størrelse til de når det stabile vekstnivået fase tre. (Damadoran, 323-348)

4.5 Valg av metode

I besvarelsen av problemstillingen skal vi benytte oss av fundamental og relativ verdsettelse. Den fundamentale delen vil basere seg på diskonterte kontantstrømmer til totalkapitalen, og finner verdien av hele selskapet. Deretter trekker vi fra verdien av gjelden i selskapet, og sitter igjen med verdien av egenkapitalen. I den relative verdsettelsen vil vi analysere ulike multipler, som skal gi supplerende innsikt i verdien til SalMar.

5 Strategisk analyse

5.1 PESTEL-analyse

PESTEL er et rammeverk som benyttes for å utrede de makroøkonomiske forholdene som påvirker et selskap. Vi vil bruke dette rammeverket til å analysere SalMars omgivelser og hvordan det kan påvirke deres posisjon og framtidsutsikter. Ved å anvende PESTEL vil vi adressere politiske (P), økonomiske (E), sosiokulturelle (S), teknologiske (T), miljømessige (M), og juridiske (L) forhold som påvirker lakseoppdrettsnæringen. (Whittington, Regner, Angwin, Johnson, & Scholes, 2020)

5.1.1 Politiske forhold

Den norske lakseoppdrettsnæringen påvirkes i stor grad av politikken som føres i landet, men det er enighet blant flere store norske partier om at oppdrettsnæringen bør satses på i fremtiden. De ønsker alle at det skal gjøres på et bærekraftig vis, men har ulike strategier for å oppnå dette. Witzøe (grunnlegger av SalMar) har vært i kontakt med både AP og Høyre om å lage en konsesjonsordning for havbasert oppdrett, noe han ønsker å satse på. Disse partiene, i tillegg til FrP er de mest positive til vekst i næringen i motsetning til MDG, Venstre, og SV. SV ønsker å innføre strenge betingelser for å kunne fortsette produksjon, som for eksempel nulltoleranse for lus, rømminger, og utslipp (SV, u.d.). Dermed vil det kommende valget ha mye å si for utviklingen i oppdrettsnæringen (Johannessen, 2020). Som nevnt i delkapittel 3.3.2 så ble det i 2017 innført et trafikklyssystem. Dette er regjeringens virkemiddel for å regulere næringen. Fargene avgjør hvilke områder som kan fortsette drift og hvilke som må trappe ned eller stoppe drift. Dermed må bedriftene ta høyde for dette hvert år. Regjeringen benytter seg av disse tiltakene for å minske de biologiske skadene lakseoppdrett påfører naturen.

SalMar får store deler av sin omsetning fra eksport til andre land, og dermed vil andre lands forhold til Norge være en avgjørende faktor. Norge er en del av EØS, og for å kunne selge til europeiske land må norske lakseeksportører betale en tollskatt mellom 2 til 13 % avhengig av bearbeidingsgraden (Regjeringen, 2018). Derfor har en slik handelsavtale mye å si for SalMar som får om lag 70% av SalMars omsetning fra Europa, som vist i figur 5.

Tidligere har vi sett at land som Kina og Russland har håndhevet handelsrestriksjoner mot vestlige land, blant annet Norge. I 2010 fikk Liu Xiaobo Nobels Fredspris for sin opposisjon mot de kinesiske myndighetene, noe som endte med at Kina innførte sanksjoner som førte til at Norges markedsandel på 90 % falt til om lag 1% (E24, 2015). Dette roet seg ned i 2016 når de åpnet opp for import av norsk oppdrettslaks.

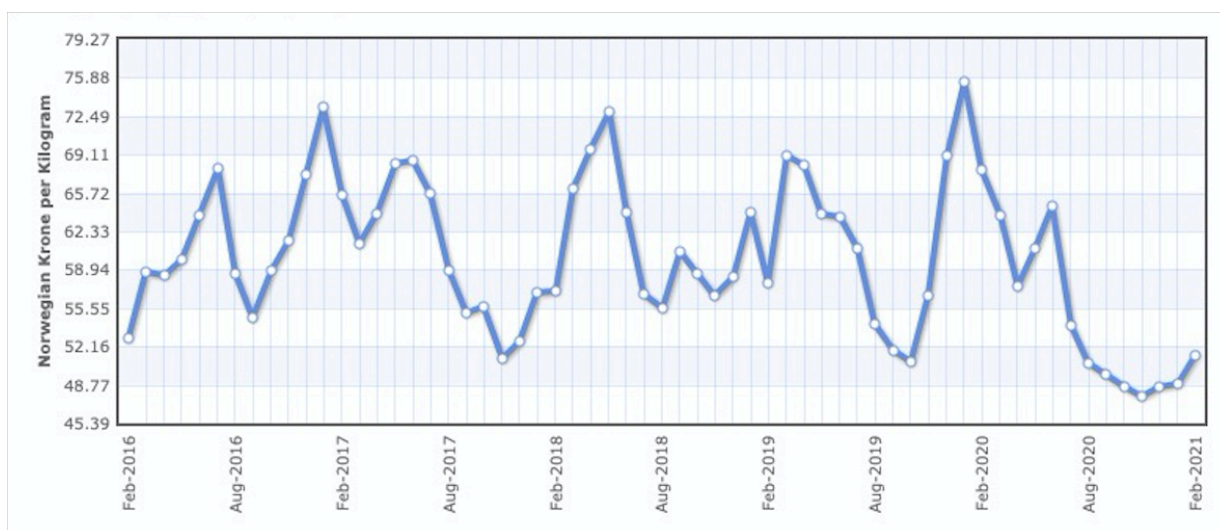
I 2016 førte konflikter mellom Russland og Ukraina til store sanksjoner rettet mot Russland, og Russlands president Putin svarte ved å innføre et importforbud av mat (NTB, 2014). Ifølge Norges sjømatråd tapte den norske laksenæringen 5 milliarder kroner på boikotten fra Russland årlig (Nilsen, 2019). Det skyldes av at det ble solgt rundt 100 000 tonn årlig til Russland før forbudet (Novikova, 2019). Dette illustrerer hvor sårbar oppdrettsnæringen er mot politiske forhold, og hvor mye markedsadganger har å si for salgsinntekter til næringen.

5.1.2 Økonomiske forhold

Mye av omsetningen i oppdrettsnæringen kommer fra eksport. Bransjen er som en følge av dette eksponert mot økonomiske forhold med påvirkning på deres resultat. Valutakursen har i stor grad påvirkning på deres salgsinntekter siden SalMar er en eksportbedrift. Laksen blir solgt i euro og dermed vil en svak kronekurs føre til økte salgsinntekter målt i kroner, mens en sterkere krone vil føre til mindre salgsinntekter. 70% av deres salgsinntekter kommer fra Europa, og det er dermed rimelig å anta at SalMar er mest eksponert mot kursendringer i den norske krone i relativt til euro. Denne risikoen kan de begrense ved kjøp av valutaderivater. Et valutaderivat er en avtale om å bytte valutaer til en gitt kurs i fremtiden for å sikre seg uforutsette svingninger i kursen (Saunders, 2018). Dermed kan et selskap som SalMar som får mesteparten av sine inntekter i utenlandsk valuta sørge for at deres fremtidige inntekter ikke mister stor verdi ved en endring i kursen.

Oppdrettsnæringen er en kapitalintensiv næring som tilegner seg mye kapital gjennom lån og obligasjoner. Dette vil si at de også vil ha en renteeksponering mot potensielle rentesvingninger. Per dags dato, er styringsrenten på 0% og det er gunstig for aktører å finansiere deres investeringer gjennom lån. Ifølge Norges Banks skal ikke renten økes før 3. kvartal 2021, og deretter øke gradvis opp mot et normalt nivå (Norges Bank, 2021).

SalMars inntektsgrunnlag blir påvirket i stor grad av prisen på laks og som vist i figuren under så er prisen volatil. SalMar sikrer seg mot disse varierende prisene ved å selge noen av deres laks i fastpriskontrakter. Salg gjennom slike kontrakter utgjorde 20% av det totale salget i 2019 (SalMar ASA, 2019).



Figur 14: historisk utvikling av laksepris i NOK (Kilde: indexmundi.com)

For å kunne oppnå EUs klima og bærekraftsmål om å være karbonnøytrale innen 2050 så har de utviklet «EU Taxonomy». Dette er et system som skal hjelpe dem med å kartlegge hvilke forretningsvirksomheter som er bærekraftige og hvilke som må forbedres. I dette systemet vil de ilegge skatter for de bedriftene som ikke oppnår kravene deres (European Commission, u.d.). En slik skatt kan bli utslagsgivende for SalMar og oppdrettsnæringen siden deres virksomhet preges av miljøutfordringer.

5.1.3 Sosiokulturelle forhold

FN har gjort det kjent at innen 2050 så vil den globale befolkningen øke fra 7,8 milliarder til nærmere 10 milliarder (FN, 2019). Med en slik befolkningsvekst vil etterspørselen etter sjømat naturligvis øke i takt med veksten. Spesielt når man vet at hav utgjør cirka 70 prosent av jordens overflate, mens bare 2 prosent av maten vi spiser kommer fra havet (Havforskningsinstituttet, 2020).

I tillegg gir laks, som illustrert i figur 16, fler kg protein til konsum, per kg protein i fiskeforet enn andre proteinkilder. Laksen holder også bedre på energien fra foret. Samtidig som inntak av fet fisk er assosiert med helsegevinster. Helsedirektoratet anbefaler

befolkningen om å spise laks to til tre ganger i uken, og begrunner det med at det er en god kilde til sunne næringsstoffer som omega-3 og Vitamin-D (Helsedirektoratet, 2016); (Arnesen, 2015). Laks er altså både godt for helsen, i tillegg til at det er mer ressurseffektivt enn andre proteinkilder. Helse og miljøbevissthet er trender som er stigende, og vi mener at disse vil påvirke laksetterspørselen positivt.

	Atlantic salmon (<i>Salmo salar</i>)	Pig (<i>Sus scrofa</i>)	Chicken (<i>Gallus gallus</i>)	Lamb (<i>Ovis aries</i>)
Harvest yield (%) ^a	86.0	72.5	65.6	46.9
Edible yield (%) ^b	68.3	52.1	46.1	38.2
FCR ^c	1.15	2.63	1.79	6.3
Energy retention (%) ^d	23	14	10	5
Protein retention (%) ^e	31	18	21	5

^aHarvest yield is yield of gutted and bled animal.

^bEdible yield is ratio of total body weight that is normally eaten, muscle, body adipose tissue and liver, lung, and heart for pig. Skin is excluded for all animals.

^cFCR = (kg feed fed)/(kg body weight gain).

^dEnergy retention = (energy in edible parts)/(gross energy fed).

^eProtein retention = (kg protein in edible parts)/(kg protein fed).

Figur 15: Kilde: Bjørkli 2002

Laks er enda sett på som en dyr og eksklusiv vare i store deler av verden, og man ser en sammenheng mellom velstand og import av laks. Over 70 prosent av norsk lakseeksport går til vestlige land (Figur 5). Norges sjømatråd anslår at på grunn av en voksende middelklasse i Asia vil etterspørselen etter norsk sjømat øke i årene fremover. Land som Kina har hatt en sterk etterspørselsvekst de siste årene. I 2018 tok de imot 12 tusen tonn norsk laks og det forventes at Norge kan eksportere over 156 000 tonn laks til Kina innen 2025 (Kampevoll, 2019). I India har mange et kosthold dominert av sjømat. Der er både befolkningen og økonomien i vekst, som også åpner for økt etterspørsel (Jacobsen, 2015).

5.1.4 Teknologiske og miljømessige forhold

Som nevnt tidligere i delkapittel 3.3 fører lakseoppdrett til miljøutfordringer knyttet til lakselus, rømt laks og miljøavtrykk i havbunnen. Disse utfordringene er et direkte resultat av lakseoppdrettet, og har lagt store begrensninger på utviklingen i næringen. Disse utfordringene må besvares før produksjonen av laks i norske fjorder kan øke.

Det er en rekke insentiver for teknologisk utvikling innen lakseoppdrett. Politikere og bransjen ser til ny teknologi for å besvare dagens miljøutfordringer og stimulere bærekraftig vekst i næringen (Regjeringen, 2021). Oppdrett på land og «offshore» er de mest aktuelle løsningene og kan forårsake en fundamental endring innen oppdrett. Selskapene som lykkes med en bærekraftig løsning, vil oppnå konkurransefortrinn og samtidig styrke deres posisjon i et marked med økende etterspørsel. Selskaper som ikke tar del i utviklingen, vil gå glipp av veksten i næringen og verdiskapningen som kommer med. Det vil derfor være viktig å vektlegge å lykkes med innovasjonsarbeid.

Som det har blitt nevnt tidligere er Norge et av de få landene som er anlagt til å drive tradisjonell lakseoppdrett. Laksen trives best og vokser fortest i temperaturer mellom 8-14 grader celsius. Langs den norske kysten varierer temperaturen i sjøen fra mellom 4 til 17 grader i løpet av et år, men gjennomsnittet ligger rundt 10 grader (Seatemperature, 2021). Høyere temperaturer i sjøen som følge av global oppvarming kan være til fordel for norske lakseoppdrettselskaper siden det fører til mindre sykdommer og bedre utsett av smolt (Marine Harvest, 2018). Global oppvarming kan dog være en ulempe siden det leder til større hyppighet av ekstremvær, som kan forårsake rømninger av laks.

5.1.5 Juridisk

Den norske lakseoppdrettsnæringen blir regulert av et konsesjonssystem som blir utdelt av myndighetene gjennom konsesjonsrunder. Disse konsesjonene gir tillatelse til et selskap til å drive lakseoppdrett innenfor rammene og vilkårene i akvakulturloven. Fiskeridirektoratet forteller at et selskap som tilegner seg en slik tillatelse får muligheten til å drive eksklusiv drift på allmennhetens areal, og må derfor bidra til verdiskapning lokalt og nasjonalt. I 2005 ble det innført et system som avgrenser den maksimale tillatte biomassen (MTB) til et selskap eller på en lokalitet. Det kan eksempelvis være antall kilo laks i sjømerdene. I Tromsø er det vanlig med 945 tonn i MTB, mens ellers i landet er det kun tillatt med 780 tonn (Fiskeridirektoratet, 2017).

Nærings- og Fiskeridepartementet regulerer veksten i næringen og har dermed kontroll over antall konsesjoner som deles ut og hvilket tidspunkt de skal deles ut (Fiskeridirektoratet, 2017). Fiskeridirektoratet er et statlig utøvende forvaltningsorgan og er under Nærings- og fiskeridepartementet. Deres oppgave er å forvalte de norske

havressursene og kontrollere at akvakulturloven blir fulgt. I 2015 ble det åpnet for særegne utviklingstillatelser som hadde som formål å subsidiere selskaper som kunne forske på og utvikle innovative og bærekraftige løsninger (Fiskeridirektoratet, 2021). Som nevnt tidligere har SalMar vært en av de få som fikk utviklingstillatelse og har jobbet med prosjektet deres Ocean Farming 1 siden.

5.1.6 Oppsummering

Etter å ha analysert lakseoppdrettsnæringen, ser vi at makrotrendene i markedet taler for økt global lakseetterspørsel. Etterspørselsdriverne vi har identifisert er befolkningsvekst, økt fokus på kosthold og klima, og økende velstand. Både norske myndigheter og EU gjør tiltak slik at vi kan imøtekomme den økte etterspørselen på en bærekraftig måte. Allikevel er næringen preget av streng regulering, og det er vanskelig å få tillatelser til å utvide produksjon i Norge. I tillegg til at det er risiko for å måtte stenge ned eller begrense produksjonen basert på trafikklyssystemet. Teknologisk utvikling vil være avgjørende for å kunne oppnå bærekraftig vekst i bransjen. En suksessfull omstilling vil resultere konkurransefortrinn og bedret posisjon i markedet. Innovasjonsevnen til et selskap vil derfor være utslagsgivende. Aktører i bransjen er avhengig av riktige klimatiske forhold for å drive lakseoppdrett. Næringen er også sensitiv til hendelser på globalt nivå, da produktene eksporteres globalt. Det innebærer handelsrestriksjoner, svingninger i lakseprisen, og den norske kronekursen relativt til euro.

5.2 Bærekraftanalyse av sjømatsektoren

Fokus på bærekraft blir bare viktigere fremover. Norge skal være karbonnøytrale innen 2050 (Regjeringen, 2020), og resten av verden blir presset i samme retning gjennom blant annet Parisavtalen (FN, u.d.). Det at lakseoppdrettsbransjen blir definert som en «grønn» sektor vil være viktig for veksten fremover, da vi ser at investorer og forbrukere i økende grad vektlegger dette.

Coller FAIRR Protein Index er en liste som publiserer over protein produsenter rangert etter risiko knyttet til ESG (Environmental, Social and Governance) (FAIRR, 2020). I den mest oppdaterte listen publisert i 2020 havner SalMar på 20. plass i verden. Et godt stykke

bak Mowi (1. plass), Bakkafrost (3. plass), Grieg Seafood (5. plass) og Lerøy (8. plass). Utfra denne listen er det lakseoppdrettsnæringen som kommer best ut av alle proteinprodusentnæringer. Noen av grunnene er at de ikke bruker antibiotika på laksen, forurenses lite og er lite inngripende i naturen, sammenlignet med produksjon av for eksempel storfe og gris.

Det tilsier at lakseoppdrett er godt posisjonert mot fremtiden i forhold til andre proteinprodusenter. Dette vil gi dem enklere tilgang på produksjonstillatelser og finansiering. Dermed øker det potensialet for vekst globalt.

5.2.1 Konklusjon bærekraftsanalyse

Vi tror at sjømatbransjen vil bli anerkjent som en fordelaktig proteinkilde fra et bærekraftperspektiv. Posisjonen som bærekraftig proteinleverandør, vil resultere i vekst på lang sikt og lavere risiko knyttet til fremtidige kontantstrømmer.

5.3 Intern analyse av SalMar

5.3.1 Ressursanalyse (VRIO)

VRIO-analyse er en intern ressurs analyse, som tar for seg hvorvidt et selskap besitter ressurser som gir dem konkurransefortrinn. Nøkkelressursene til SalMar har vi definert som verdikjeden, innovasjon og lønnsomhet. Disse ressursene skal evalueres etter følgende fire kriterier:

- Er ressursen av stor verdi for kunder? (V)
- Er ressursen sjelden blant konkurrentene (R)
- Er ressursen vanskelig å imitere for konkurrenter? (I)
- Er ressursen effektivt organisert? (O)

Disse kriteriene har som formål å illustrere SalMars grad av fortrinn ovenfor konkurrenter innen de ulike ressursene.

(Whittington, Regner, Angwin, Johnson, & Scholes, 2020)

5.3.1.1 *Verdikjede*

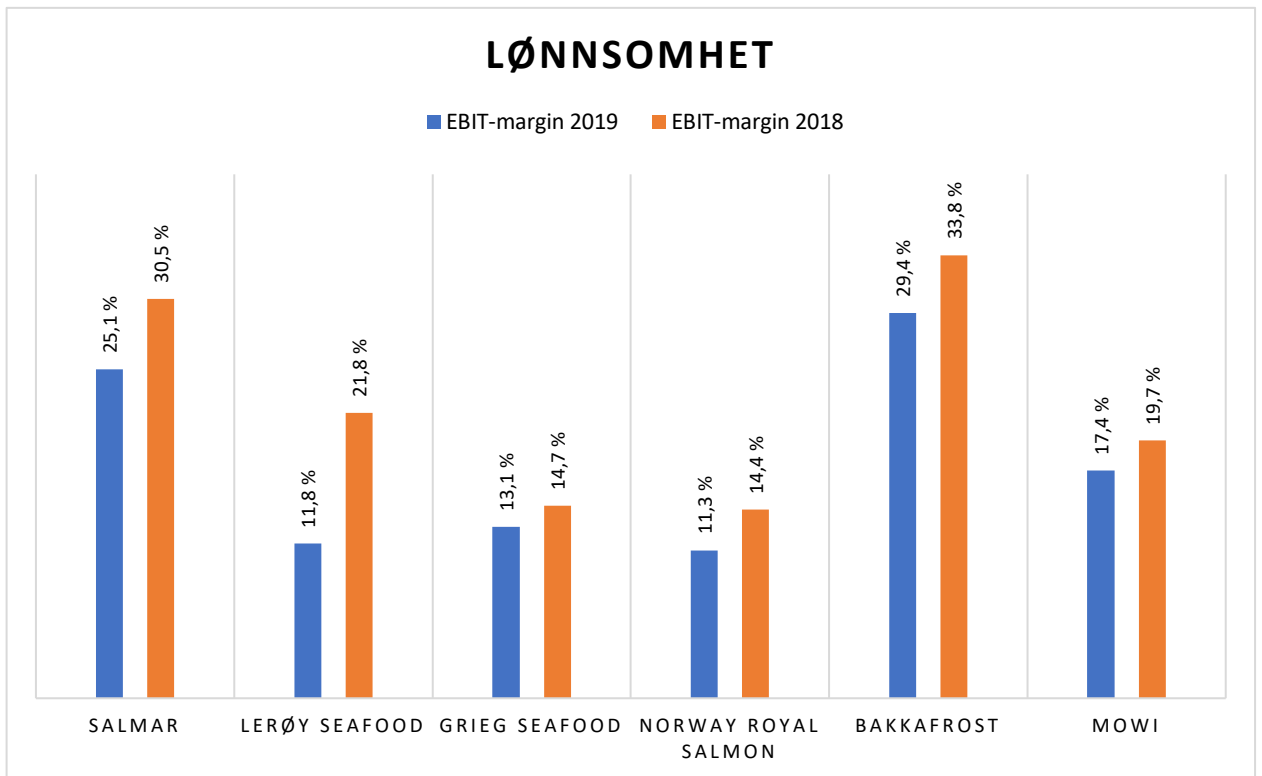
SalMar er vertikalt integrerte og kontrollerer hele verdikjeden selv med unntak av forproduksjon. Dette er en ressurs som gir SalMar kontroll over kostnader og de kan dermed levere bedre verdi til kundene. De er imidlertid avhengige av eksterne forleverandører. Dette gjør SalMar sensitive til økninger i forprisen. Verdikjeden er derimot ikke sjelden, da de fleste norske lakseoppdrettere har en lignende organisering av verdikjeden. Ressursen er heller ikke vanskelig for konkurrenter å imitere, men kategoriserer som effektivt organisert fordi SalMar har god fortjeneste og kostnadskontroll.

5.3.1.2 *Innovasjon*

SalMar har et sterkt fokus på innovasjon. De har et av bransjens mest moderne og effektive anlegg for ilandføring, slaktning og bearbeiding; InnovaMar. I tillegg til at de utvikler Nord-Norges største og mest moderne slaktings og bearbeidingsanlegg; InnovaNor. De er eneste aktør med utviklingstillatelse til «offshore» havbruk. Dette er en ressurs som forbedrer produkter og effektivitet, og på den måten skaper verdi for kunden. De fleste av konkurrentene fokuserer på innovasjon, men få kan vise til samme resultater som SalMar. Derfor kategoriserer vi SalMars innovasjonsevne som sjelden. På kort sikt er innovasjonsressursen til SalMar vanskelig å imitere, men på lang sikt kan det gjøres. Det vil imidlertid kreve store investeringskostnader som SalMar allerede har betalt eller begynt på. På bakgrunn av progresjonen og gjennomføringsevnen virker innovasjon å være godt og effektivt organisert i SalMar.

5.3.1.3 *Lønnsomhet*

SalMar er kjent for å være helt i toppsjiktet når det gjelder lønnsomhet. Målt etter EBIT-margin lå SalMar kun bak Bakkafrost av sine nærmeste konkurrenter på lønnsomhet i 2019 og 2018. Dette er en ressurs som ikke gir verdi til kundene. Det er imidlertid en sjelden ressurs selv om Bakkafrost ligger på likt nivå. Den er vanskelig å imitere, da man må balansere dyre investeringer med streng kostnadsstyring. Det er også tydelig at lønnsomhet er effektivt organisert i den betydning at SalMar lykkes godt med det.



Figur 16: EBIT-margin hos norske lakseoppdrettere (Kilde: de respektive selskaperes årsrapporter 2019)

5.3.1.4 Konklusjon VRIO-analyse

Ressurs	Kundeverdi	Sjelden	Vanskelig å imitere	Effektivt organisert	Resultat
Verdikjede	Ja	Nei	Nei	Ja	Intet konkurransefortrinn
Innovasjon	Ja	Ja	Ja	Ja	Midlertidig konkurransefortrinn
Lønnsomhet	Nei	Ja	Ja	Ja	Konkurransefortrinn

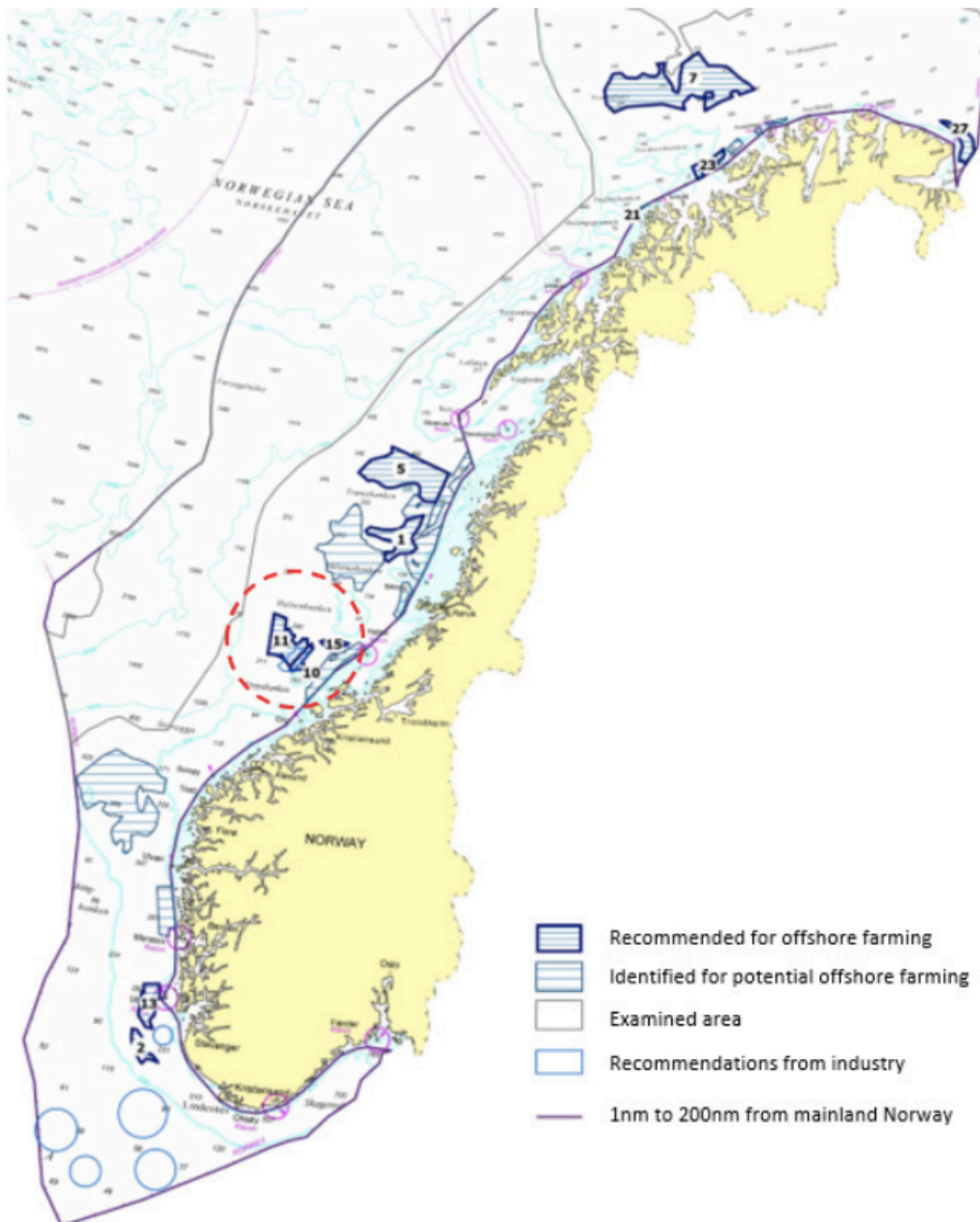
Tabell 3: sammendrag av VRIO-analyse

Analysen viser at ut ifra de ressursene vi har trukket frem som sentrale for SalMar gir ikke verdikjeden deres dem noen fordel mot konkurrentene. Det gjør imidlertid SalMars innovasjonsevne, selv om den er antatt å bare være midlertidig må store investeringer til for å tette forspranget. I tillegg konkluderer vi med at lønnsomheten deres også gir dem et konkurransefortrinn. Innovasjonsevnen bør reflekteres i sterke kontantstrømmer på kort og mellomlang sikt i forhold til konkurrenter. Lønnsomhets fortrinn bør uttrykkes gjennom solide kontantstrømmer. Disse bør etter vår mening ligge over bransjens gjennomsnitt fremover.

5.3.2 Analyse av «offshore» lakseoppdrett

Oppdrettsnæringen preges av problemstillinger knyttet til biologi, bærekraft og miljø. Vi omtalte tidligere at oppdrettsnæringen siden 2012 har stagnert grunnet bærekraftbekymringer, som har resultert i streng regulering (Misund, 2021). Dersom aktørene innen næringen skal oppnå fremtidig langvarig vekst er de nødt til å besvare disse problemene. De selskapene som lykkes med det vil også få et viktig konkurransefortrinn, og styrket langsiktig markedsposisjon. Så langt er landbasert- og havbasert oppdrett de fremste alternativene til å realisere fremtidig vekst. Vi foretar derfor en avgrensning, og tar kun for oss disse to metodene som bærekraftige alternativer til dagens produksjon.

SalMar ble i 2015 tildelt Norges første utviklingstillatelse med formål å stimulere til vekst i oppdrettsbransjen på en måte som hensyn tar bærekraft og miljømessige utfordringer. Da bygget de pilotanlegget Ocean Farm 1. Siden det har SalMar, som eneste norske aktør, forsket og utviklet havbasert oppdrett, og anlegget inngår nå i deres ordinære produksjon. I januar 2021 søkte SalMar om byggetillatelse til et «offshore» produksjonsanlegg kalt «Smart Fish Farming» utenfor Trøndelag (Furuset, 2021). Fiskeridirektoratet har selv presentert anbefalinger til områder egnet for havbruk til havs. Lokasjonen SalMar har søkt om byggetillatelse i er markert som felt 11 i figur 18, og er et av områdene Fiskeridirektoratet anbefalte. Det ventes et svar på søknaden i Q3 2021, men det virker å være stor politisk motivasjon til å tilrettelegge for SalMars «offshore» planer. Regjeringen har uttrykket et ønske om vekst i havbruksnæringen (Regjeringen, 2017), og fiskeri- og sjømatminister Odd Emil Ingebretsen har varslet en ny havbruksstrategi der fokuset vil være å tilrettelegg for bærekraftig vekst (Regjeringen, 2021). Derfor ser vi det som svært sannsynlig at SalMar ender opp med godkjent byggetillatelse.



Figur 17: Fiskeridepartementets anbefalinger for havbruk til havs (Kilde: Fiskeridir.)

Smart Fish Farm anleggene er ment for matfiskproduksjon, med kapasitet på maksimalt 19 000 tonn biomasse. Konsernsjef Gustav Witzøe uttalte imidlertid at de sikter mot på 150 000 tonn laks fra området (Berge, Gustav Witzøe: – Vår største utfordrer er landbaserte anlegg, 2021). Det tilsvarer nær en dobling av slaktevolumene til SalMar i 2019. Det er estimert at det vil medføre investeringer på 12-15 milliarder (Knudsen, 2021).

«Offshore» oppdrett illustrerer en stor vekstmulighet, og fører med seg en rekke fordeler sammenlignet dagens praksis. Det eliminerer tidligere areal begrensninger og forurensning i fjordene, noe som til nå hindrer vekst. I tillegg kan fiskene til havs holdes på dypere

vann, noe som gjør foring enkelt i all slags vær, samtidig som laksen holdes unna eventuell lusesmitte i overflaten (Tekna, 2018). 70 prosent av jorden er dekket av vann, mens bare 2 prosent av matproduksjonen kommer fra havet (Havforskningsinstituttet, 2020). Ser man det i sammenheng med forventet økende global matetterspørsel, er det naturlig å se til havet for å løse problemet.

Teknologien er det største usikkerhetsmomentet knyttet til «offshore» satsingen. Smart Fish Farm anleggene blir første av sitt slag, og skal tåle sterkt uvær. Dette vil antakeligvis føre til avvik fra forutsetningene til SalMar, enten i form av slaktevolum eller investeringsutgifter.

Konkurrenter til havbasert oppdrett er landbaserte anlegg, et havbrukskonsept som også åpner for fremtidig vekst. Landbaserte oppdrettsanlegg blir stadig mer utbredt. Disse anleggende har færre geografiske begrensninger, samtidig som de besvarer bekymringer knyttet til lus, rømming og forurensning. De kan bygges med nærhet til forbrukere og dermed redusere CO2 utslipp fra frakt. I tillegg kan de enklere kontrolleres, og er mindre utsatt for naturlig slitasje og skade enn SalMars havbaserte anlegg. På den annen side stilles det spørsmål til fiskens velferd i et unaturlig habitat, som landbaserte merder representerer for laksen (Espmark, 2019). Man må blant annet etterligne naturlige havstrømmer, som man slipper i havet (SalMar, 2021). Det er derfor større usikkerhet knyttet til fiskens velferd og kvalitet i landbaserte anlegg. I tillegg er det en rekke konkurrerende aktører innen landbasert oppdrett, mens SalMar foreløpig er alene om utvikling av havbasert oppdrett. Begge løsningene medfører for øyeblikket store infrastruktur og teknologikostnader.

5.3.2.1 Konklusjon om «offshore» lakseoppdrett

Vi konkludere med at det ser positivt ut for SalMars søknad om søknad om lokalitet, og antar at den vil bli innvilget. I tillegg ser vi på «offshore» oppdrett som en svært attraktiv løsning på bærekrafts problematikken i lakseoppdrettsbransjen. Derfor vil vi inkludere effektene av satsningen i fremtidige kontantstrømmer til SalMar. Samtidig ser vi at det er stor usikkerhet knyttet til prosjektet, og ser det som realistisk å forvente litt lavere fremtidige produksjonsvolumer enn det SalMar selv sikter seg inn mot. Vi identifiserer

landbasert oppdrett som nærmeste konkurranse til «offshore» oppdrett, men konkluderer med at det er lite sannsynlig at landbaserte anlegg vil utkonkurrere «offshore» anlegg.

Konklusjonen blir derfor at SalMars vekstutsikter må reflekter «offshore» produksjon. Samtidig må det korrigeres for den signifikante usikkerheten knyttet til denne veksten. I tillegg må investeringene knyttet til satsingen illustreres i fremtidig kostnader.

5.3.3 Oppsummering internanalyse av SalMar

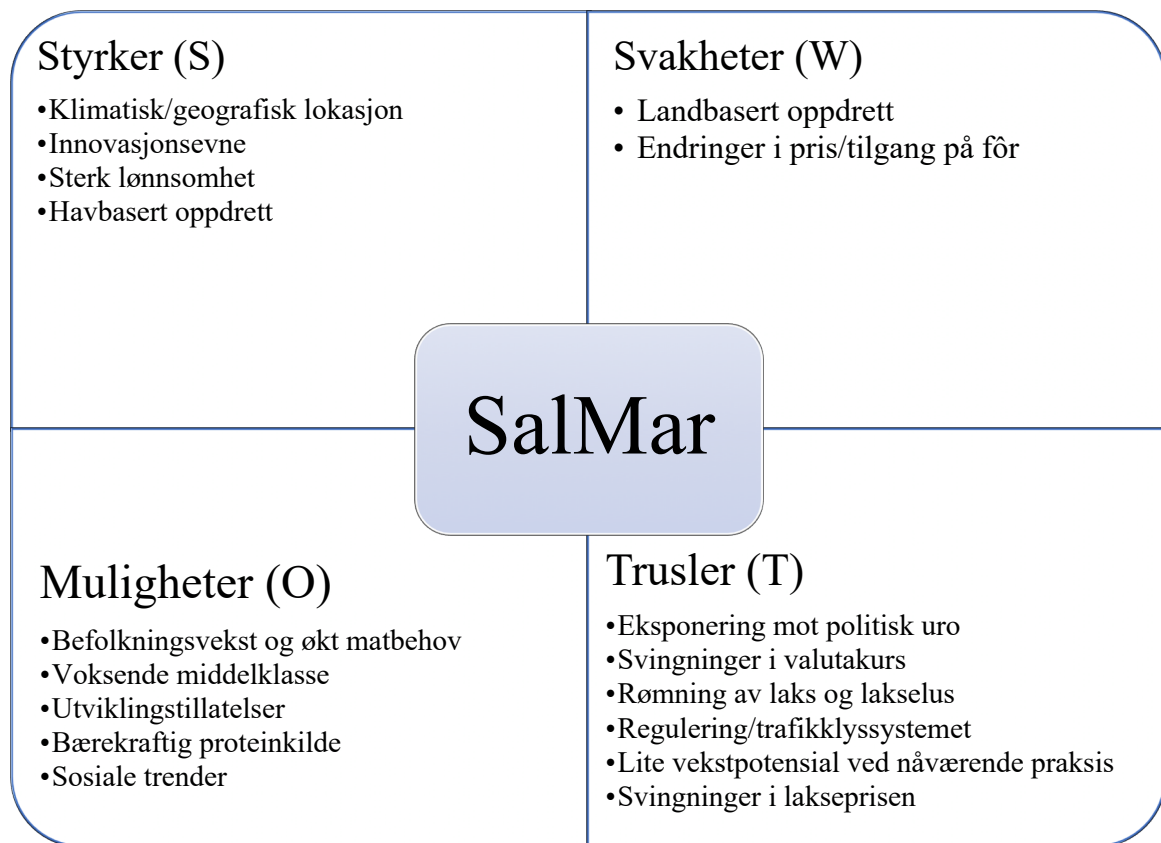
I internanalysen fant vi ut at SalMar har en midlertidig konkurransefordel innenfor innovasjon, samt konkurransefortrinn innen lønnsomhet. Dette taler for sterke fremtidige kontantstrømmer over bransjens gjennomsnitt. I tillegg konkluderer med at vi forventer realisering av «offshore» oppdrett. Det medfører sterk vekst, stor usikkerhet og store investeringskostnader.

5.4 Oppsummering av strategisk analyse

Formålet med den strategiske analysen er å belyse strategiske faktorer med påvirkning på verdien til SalMar fremover.

5.4.1 SWOT-analyse

I figur 19 illustrerer vi sentrale elementer fra den strategiske analysen i en SWOT-matrise. Det er et verktøy som fremstiller de interne og eksterne faktorene som påvirker et selskaps konkurranseevne (Whittington, Regner, Angwin, Johnson, & Scholes, 2020).



Figur 18: SWOT-matrise

Faktorene skal benyttes videre til å estimere kontantstrømmer og avkastningskrav. Som en konklusjon av den strategiske analysen samler vi de strategiske faktorene som skal inkorporeres i verdsettelsen.

5.4.2 Konklusjon av strategisk analyse

I PESTEL-analysen talte de makroøkonomiske trendene for etterspørselsvekst i de kommende årene. Dette reduserer sannsynligheten for svekket laksepris, selv ved tilbudsvekst. Politiske forhold tyder på en videre stagnerende vekst i tradisjonell oppdrett i fjorder. Allikevel er det et sterkt pådriv for vekst i oppdrettsnæringen fra bransjen og norske politikere, gitt at den er bærekraftig. Teknologit utvikling vil stå sentralt i å løse bærekraftsproblematikken og tydeliggjør viktigheten av god innovasjonsevne. Fra bærekraftsanalysen av sjømatsektoren konkluderte vi med at laks er en fordelaktig proteinkilde fra et bærekraftperspektiv. Dette styrker forutsetningene til fremtidig etterspørselsvekst. VRIO-analysen tydeliggjorde konkurransefortrinn hos SalMar innen lønnsomhet og innovasjonsevne. Dette overføres til sterke kontantstrømmer relativt til konkurrenter og realisering av vekstpotensial. Vekstpotensialet kommer fra deres satsning

på «offshore» oppdrett. Angående denne satsningen konkluderte vi med at det vil resultere i sterk vekst, tilknyttet signifikant usikkerhet. I tillegg vil veksten gjennom oppdrett til havs medføre store investeringskostnader.

6 Regnskapsanalyse

I denne analysen skal vi analysere regnskapene og balansen til SalMar. Formålet er å få en dypere forståelse av den historiske finansielle situasjonen i SalMar, slik at vi kan bygge på denne innsikten i prediksjoner av fremtiden til SalMar. Kapittelet inneholder en presentasjon av resultatregnskapet og balanseoppstillingen til SalMar de siste 5 årene, samt korrigerer for irrelevante faktorer. Deretter skal vi presentere relevante nøkkeltall relatert til lønnsomhet, likviditet og soliditet, hvor lønnsomhet er av størst betydning for verdien til SalMar. Til slutt skal vi identifisere sentrale verdidrivere for SalMar.

6.1 Resultatregnskap

Tall i mNOK	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekter	9 030	10 817	11 343	12 238	12 912
Kostnader	6 240	7 236	7 394	8 452	9 093
EBITDA	2 790	3 581	3 949	3 786	3 820
Avskrivninger og nedskrivninger	358	419	488	718	812
Verdijustering	654 -	370	846 -	33 -	180
Drittsresultat (EBIT)	3 086	2 792	4 307	3 035	2 828
Investering i tilknyttet selskap	287	209	253	119	42
Netto rentekostnad	- 101 -	96 -	105 -	158 -	140
Netto resterende finansposter	71 -	49 -	2	163 -	159
Netto finansposter	- 30 -	145 -	107	5 -	299
Resultat før skatt	3 342	2 856	4 453	3 158	2 572
Skattekostnad	691	558	873	614	563
Årsresultat	2 651	2 298	3 579	2 544	2 008
Drittsresultat (EBIT)	3 086	2 792	4 307	3 035	2 828
Verdijustering	654 -	370	846 -	33 -	180
Operasjonelt driftsresultat	2 432	3 162	3 461	3 068	3 008

Tabell 4: resultatregnskap for SalMar fra 2016-2020 (Kilde: SalMar.no)

6.2 Balanse

Tall i mNOK	2020	2019	2018	2017	2016
Eiendeler					
Anleggsmidler					
Immaterielle eiendeler	6 826	4 742	3 404	2 925	2 911
Varige driftsmidler	6 403	4 940	3 591	3 605	3 138
Finansielle anleggsmidler	851	814	1 216	1 081	960
Sum anleggsmidler	14 080	10 496	8 211	7 611	7 008
Omløpsmidler					
Varelager	6 670	6 190	5 766	4 395	5 222
Fordringer	1 025	1 070	919	744	898
Bankinskudd og kontanter	223	231	240	177	274
Sum omløpsmidler	7 918	7 490	6 925	5 316	6 393
Sum eiendeler	21 998	17 986	15 136	12 926	13 402
Egenkapital og gjeld					
Egenkapital					
Innskutt egenkapital	689	645	597	558	529
Opptjent egenkapital	9 163	8 363	8 451	7 022	6 069
Ikke-kontrollerende eierinteresser	1 136	732	92	88	82
Sum egenkapital	10 987	9 740	9 140	7 668	6 681
Gjeld					
Langsiktig gjeld og forpliktelser	6 275	4 998	2 561	2 518	3 935
Kortsiktig gjeld	4 736	3 248	3 435	2 740	2 786
Sum gjeld	11 011	8 246	5 996	5 258	6 721
Sum egenkapital og gjeld	21 998	17 986	15 136	12 926	13 402

Tabell 5: balanseoppstilling for SalMar fra 2016-2020 (Kilde: SalMar.no)

6.3 Omgruppering av regnskapet

I denne seksjonen foretar vi noen forenklinger, og går ikke inn i detalj på hver enkelt post i regnskapet. Vi ønsker allikevel å trekke frem noen aspekter ved regnskapet, for å øke relevansen til regnskapspostene.

For å beregne fremtidige kontantstrømmer ønsker å trekke posten: «verdijustering» ut av driftsresultatet. Det er fordi denne posten er uforutsigbar fra år til år, i tillegg til at den ikke blir påvirket av deres operasjonelle aktiviteter. Vi ser det derfor som mest logisk å sette denne posten til 0 når vi danner grunnlaget for fremtidige kontantstrømmer. Denne posten er kjent som operasjonelt driftsresultat (Operasjonell EBIT).

Tall i mNOK	2016	2017	2018	2019	2020
Dritsresultat (EBIT)	3 086	2 792	4 307	3 035	2 828
Verdijustering	654	- 370	846	- 33	- 180
Operasjonelt driftsresultat	2 432	3 162	3 461	3 068	3 008

Tabell 6: driftsresultat justert for verdijusteringer

I tillegg så er 2020 regnskapet preget svak etterspørsel, som følge av Covid 19 pandemien. Dette medfører at 2019 er en bedre refleksjon av et normalår enn 2020.

6.4 Lønnsomhetsanalyse

Analysen skal vise SalMars historiske evne til å skape verdi og profitt fra sin virksomhet. Det skal vi gjøre ved å se på viktige nøkkeltall relatert til lønnsomhet over en historisk periode på fire år. Disse tallene skal også benyttes til å sammenlikne SalMar med konkurrentene, samt danne grunnlaget for prediksjoner om fremtiden.

6.4.1 Driftsmargin

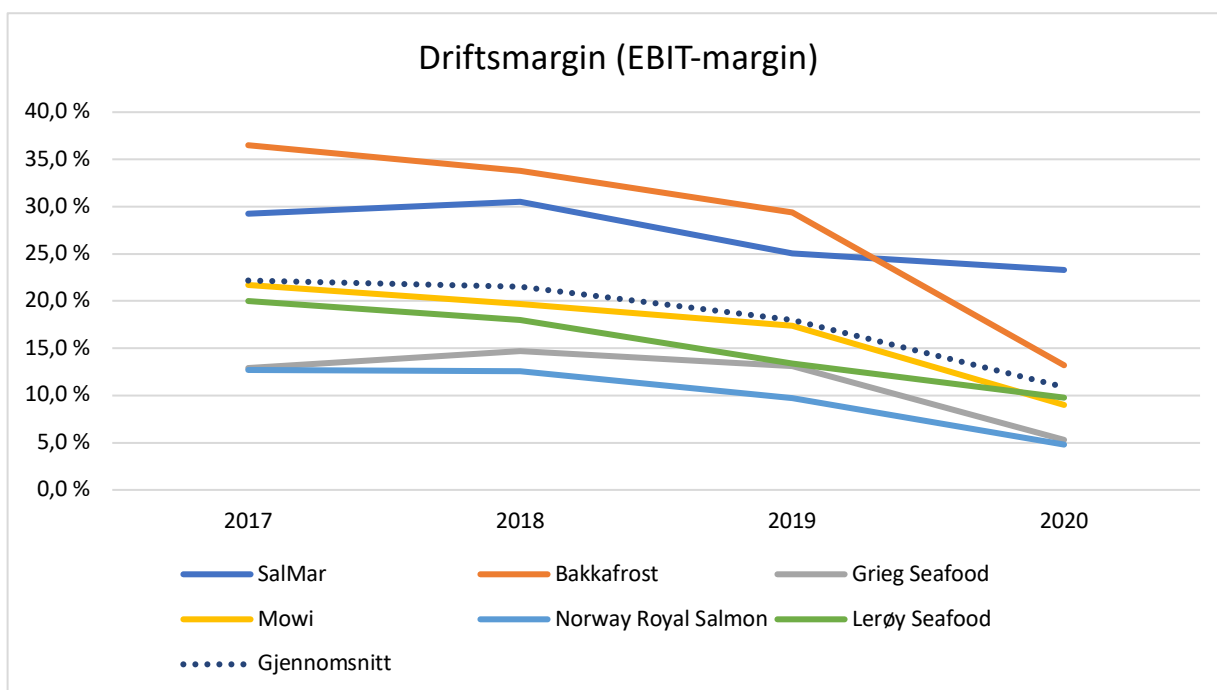
Driftsmargin, også kjent som EBIT-margin, forteller hvor mye av inntektene selskapet genererer som er igjen etter driftskostnader er trukket fra. Denne faktoren danner et godt bilde på den operasjonelle lønnsomheten til et selskap, uavhengig av finansieringsposter. Aktører med høy driftsmargin minimerer operasjonelle kostnader, og maksimerer lønnsomheten fra driften. De har altså en mer effektiv ressursbruk. Dette resultatet skal

dekke rente- og skattekostnader i tillegg. Vi har benyttet oss av operasjonelt driftsresultat, som omtalt i kapittel 6.3, i utregningen av driftsmarginen (formel 17).

$$\text{Driftsmargin} = \frac{\text{Operasjonell EBIT}}{\text{Omsetning}}$$

Formel 17: utregning av driftsmargin

Nedenfor har vi sammenstilt driftsmarginen til SalMar, samt deres nærmeste konkurrenter, i en historisk periode på 4 år.



Figur 19: Sammenlikning av driftsmargin hos konkurrenter (Kilde: respektive selskapenes årsrapporter)

Fra figur 20 ser vi at SalMar ligger godt over gjennomsnittet hvert år. I tillegg hadde de den høyeste driftsmarginen i 2020. Dette tilsier at SalMar har effektivisert virksomhetene sin bedre enn konkurrentene. I tillegg til at de er robuste, siden de har mindre nedgang i driftsmargin som følge av Covid-19 enn gjennomsnittet. (Barkved, 2021)

6.4.2 EBIT per kilo

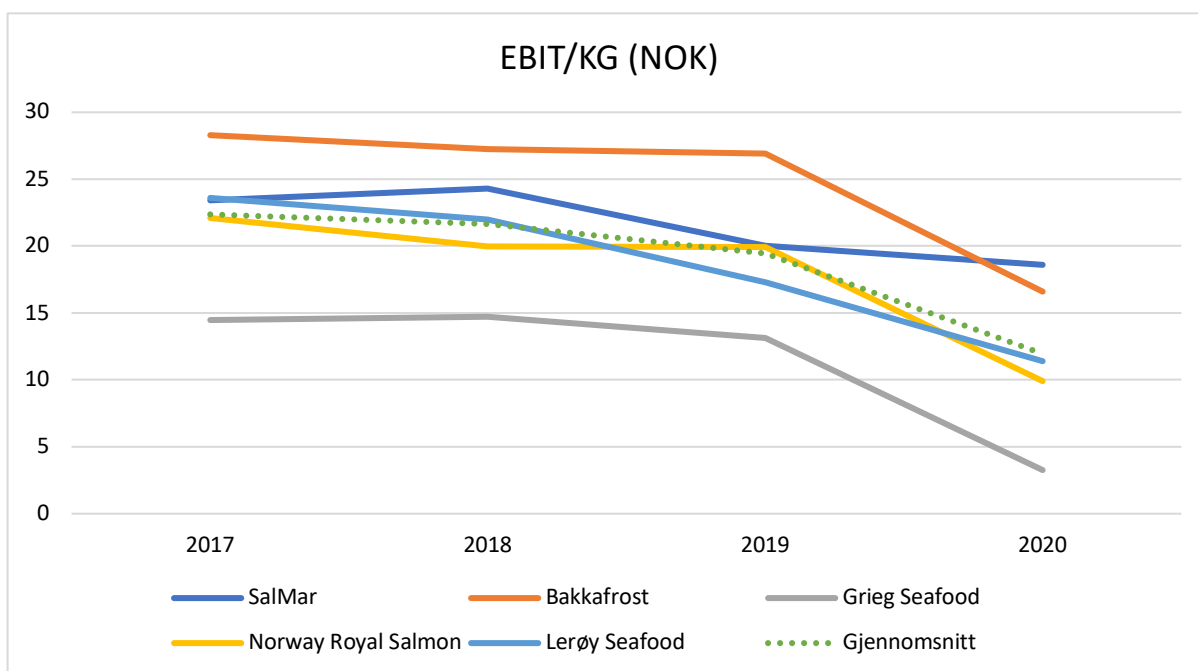
EBIT per kilo er en annen indikator på lønnsomheten knyttet til den operasjonelle driften. Nøkkeltallet er spesifikt for oppdrettsbransjen, og illustrerer resultat fra driften per kg slaktet fisk. Dette er altså en indikator på effektiviteten i ressursutnyttelsen. En høyere EBIT per kilo verdi betyr at selskapet tjener mer penger på produksjon av en lik mengde

varer. Vi skal også her benytte oss av operasjonelt driftsresultat i utregningen, som omtalt i kapittel 6.3. Formelen for å finne verdien er illustrert nedenfor.

$$EBIT \text{ per kilo} = \frac{\text{Operasjonell EBIT}}{\text{antall kilo slaktet}}$$

Formel 18: metode for utrekning av EBIT per kilo

Videre har vi sammenstilt SalMar og konkurrentenes verdier i figur 21.



Figur 20: Sammenstilling av aktører etter EBIT per kilo (Kilde: respektive selskapers årsrapporter)

Fra figur 21 ser vi at SalMar er nærmere gjennomsnittet på denne indikatoren. Allikevel er de nest sterkest blant konkurrentene, og forbigår også Bakkafrost i 2020. Dette tyder på at de er effektive i utnyttelsen av ressursene sine.

6.4.3 Avkastning på sysselsatt kapital

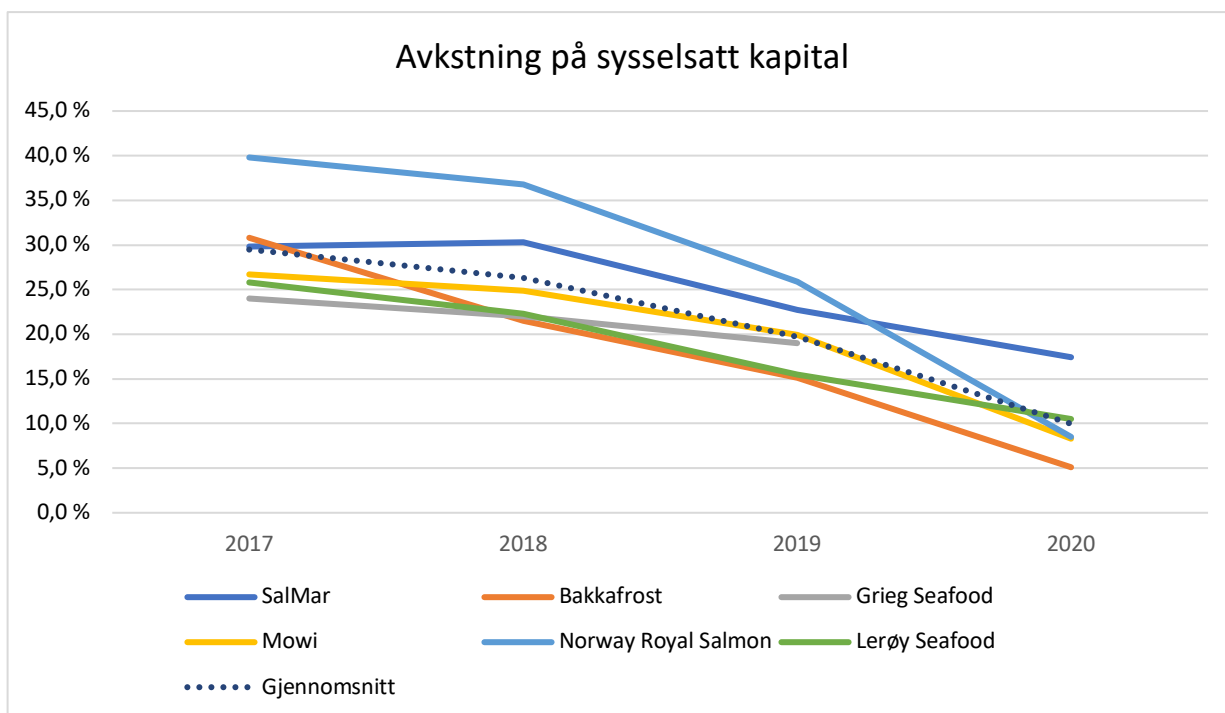
Avkastning på sysselsatt kapital gir innblikk i lønnsomheten til et selskap basert på både gjeld og egenkapital. Tallet viser avkastningen på den langsiktige kapitalen investert i selskapet, og kan benyttes til å vurdere en investering. Avkastningen er målt fra resultat før skatt og rentekostnader. Derfor skal denne avkastningen dekke både gjeldskostnader og avkastningskrav fra egenkapitalinvestorer. Verdien regnes ut som i formel 19.

$$\text{Avkastning på sysselsatt kapital} = \frac{\text{Operasjonell EBIT}}{\text{Sysselsatt kapital}}$$

Formel 19: utregning av avkastning på sysselsatt kapital

Hvor: $\text{Sysselsatt kapital} = \text{Totalkapital} - \text{kortsiktig gjeld}$

Deretter kan vi se på SalMars avkastning på sysselsatt kapital relativt til konkurransen i figur 22.



Figur 21: Sammenlikning av avkastning på sysselsatt kapital hos konkurrentene (Kilde: respektive selskapers årsrapporter)

Ut fra de historiske verdiene ser vi at SalMar har vært over gjennomsnittet etter 2017, og best av konkurrentene i 2020. Dette betyr at de relativt sett oppnår god lønnsomhet. I tillegg tilsier det at de vil være godt stilt for å dekke sine kapitalkostnader i fremtiden, samt skape verdi utover dem. (Barkved, 2021)

6.4.4 Egenkapitalrentabilitet

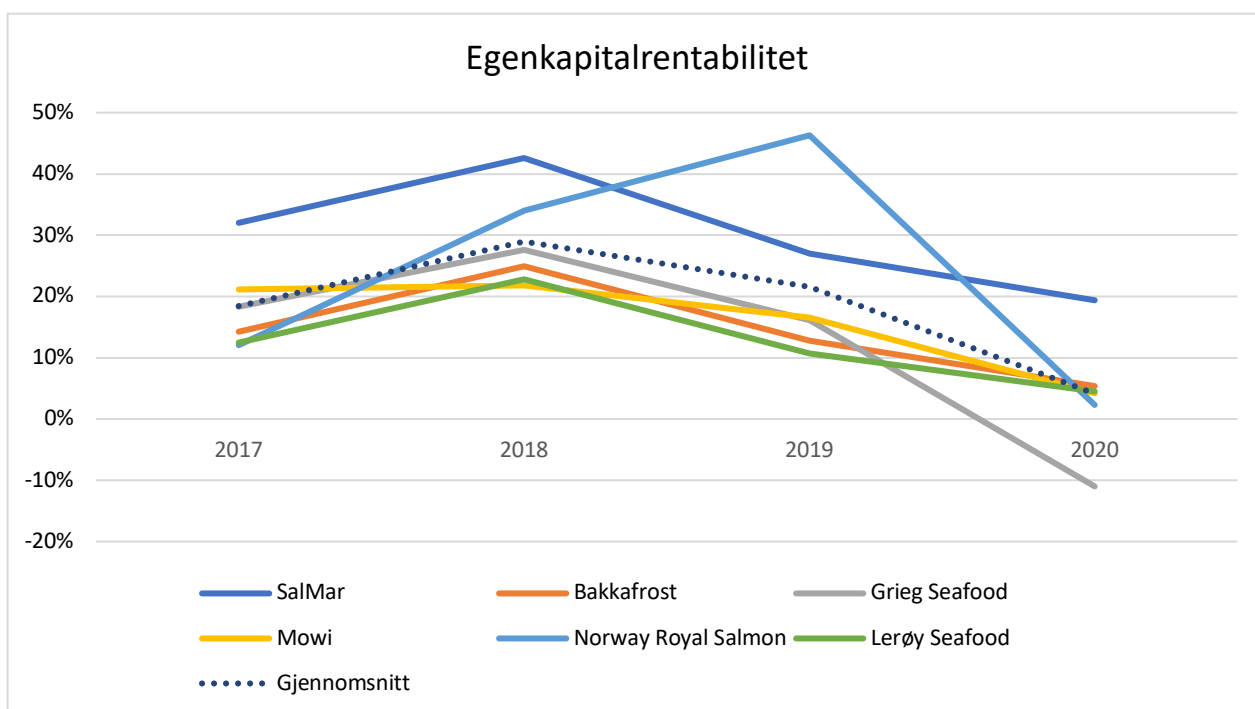
Egenkapitalrentabilitet er et konvensjonelt mål på lønnsomhet innen regnskapsanalyse. Dette lønnsomhetsmålet viser avkastningen et selskap oppnår på sin egenkapital. Det er positivt for investorer om denne faktoren er større enn egenkapitalinvestorenes avkastningskrav. Egenkapitaleiere bærer også større risiko enn kreditorene, og krever

derfor høyere avkastning. Avkastningen baseres på resultat etter skatt, fordi det er summen som tilfaller egenkapitalen. Verdien regnes ut som illustrert i formel 20.

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Resultat etter skatt}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$

Formel 20: utrekning av egenkapitalrentabilitet

Videre sammenligner vi konkurrentene basert på egenkapitalrentabilitet.



Figur 22: Sammenlikning av konkurrenter ut ifra egenkapitalrentabilitet (Kilde: respektive selskapers årsrapporter)

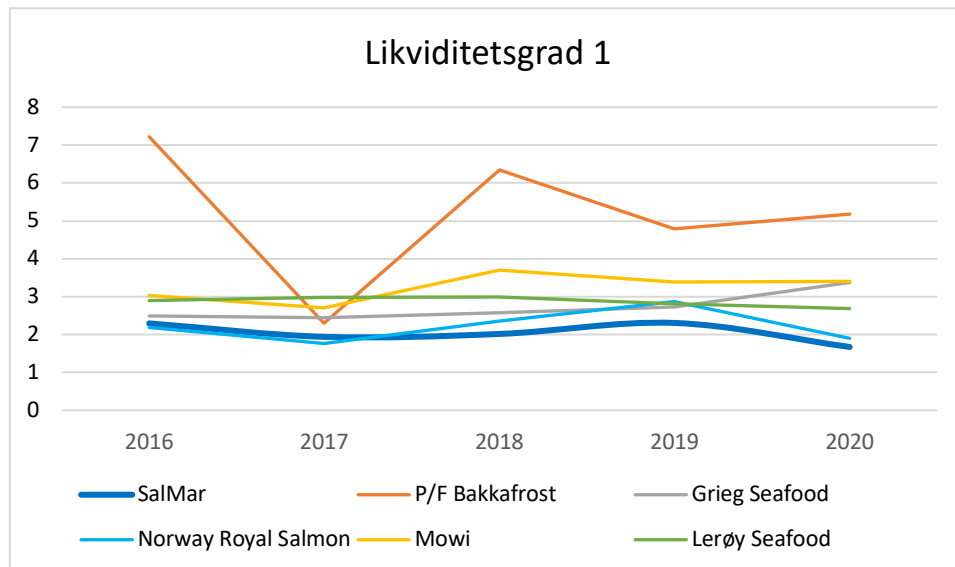
Igjen ser vi at SalMar markerer seg i positivt. De ligger øverst i alle år bortsett fra 2019. Dette taler igjen for god lønnsomhet, og gjør SalMar til en attraktiv investering.

6.5 Likviditetsanalyse

Likviditetsgrad 1 er et finansielt nøkkeltall som illustrerer bedriftens evne til å betjene kortsiktige betalingsforpliktelser. Det vil si at en bedrift enkelt kan likvidere kortsiktige omløpsmidler for å betale den kortsiktige gjelden. Denne verdien finner man ved å se på forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld, som vist i formel 21. En tommelfingerregel er at likviditetsgraden bør være over 2, men det kan variere i ulike bransjer. (Hoff & Pedersen, 2019)

$$LG1 = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Formel 21: Likviditetsgrad 1



Figur 23: Sammenlikning likviditetsgrad hos konkurrentene (Kilde: respektive selskapers årsrapporter)

I diagrammet ovenfor ser vi at alle konkurrentene møter kravet om minst 2 i likviditetsgrad. SalMar ligger i gjennomsnitt rundt 2. Bakkafrost er det selskapet som skiller seg mest ut, og har hatt en generelt høyere likviditetsgrad enn gjennomsnittet. For SalMar sin del vil en likviditetsgrad på rundt 2 sikre dem å kunne dekke sine kortsiktige forpliktelser uten å gjøre ekstra tiltak.

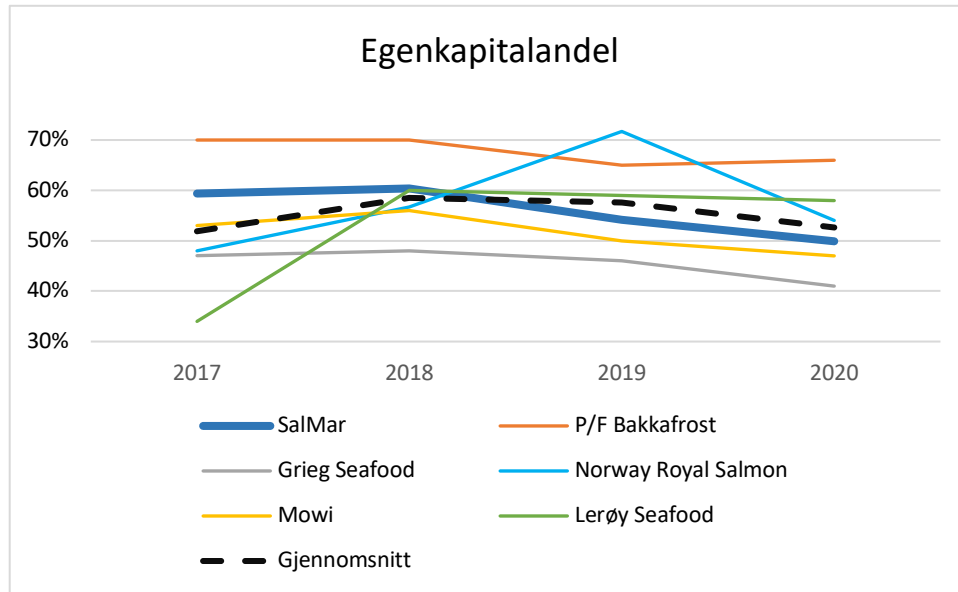
6.6 Soliditetsanalyse

En soliditetsanalyse er et verktøy som gir en indikasjon på hvor godt et selskap tåler lengre perioder med negative resultater. Man kan måle soliditeten i et selskap ved å beregne andelen egenkapitalen utgjør av totalkapitalen. Dersom et selskap har lav egenkapitalandel det konkursrisiko, fordi selskapet er finansiert med mye gjeld. Motsatt vil et selskap med høy egenkapitalandel ha bedre soliditet, da de har færre forpliktelser og er bedre stilt i vanskelige tider. Lav soliditet kan komme av at et selskap har gjort nye investeringer eller ekspanderer, og betyr ikke nødvendigvis at selskapet gjør det dårlig. (Hoff & Pedersen, 2019)

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

Formel 22: Egenkapitalandel

Den anbefalte egenkapitalandelen varierer fra bransje til bransje, og påvirkes i stor grad av hvor kapitalintensivt den er. Tidligere har vi argumentert for at lakseoppdrettsnæringen krever mye kapital, som fører til finansiering gjennom lån for å spre risiko.



Figur 24: Sammenligning av egenkapitalandel hos konkurrenter (Kilde: respektive selskapers årsrapporter)

I Figur 25 så ser vi at egenkapitalandelen varierer mellom de største lakseoppdrettselskapene, men gjennomsnittet ligger rundt 50-60%. For SalMar sin del har totalkapitalen bestått av 60 prosent egenkapital i 2017 og 2018, men har avtatt de siste årene. Per 2020 er det likt i fordelingen mellom egenkapital og gjeld i SalMar. Dette kan forklares av at de har foretatt flere investeringer de siste årene, finansiert av gjeld.

6.7 Verdidrivere

I dette kapitlet skal vi ta for oss de viktigste faktorene med påvirkning på verdiskapningen i SalMar.

6.7.1 Inntektsdrivere

Driftsinntektene til SalMar kommer fra prisen på laks, slaktevolum og en tilleggspremie SalMar oppnår fra salg av sine produkter. Derfor dekomponerer vi driftsinntektene til tre faktorer; spot laksepris per kg, produksjonsvolum og en tilleggspremie per kg (VAP). Illustrert i formel 23.

$$\text{Driftsinntekter} = (\text{Spot laksepris} + \text{Tilleggspremie}) * \text{Slaktevolum}$$

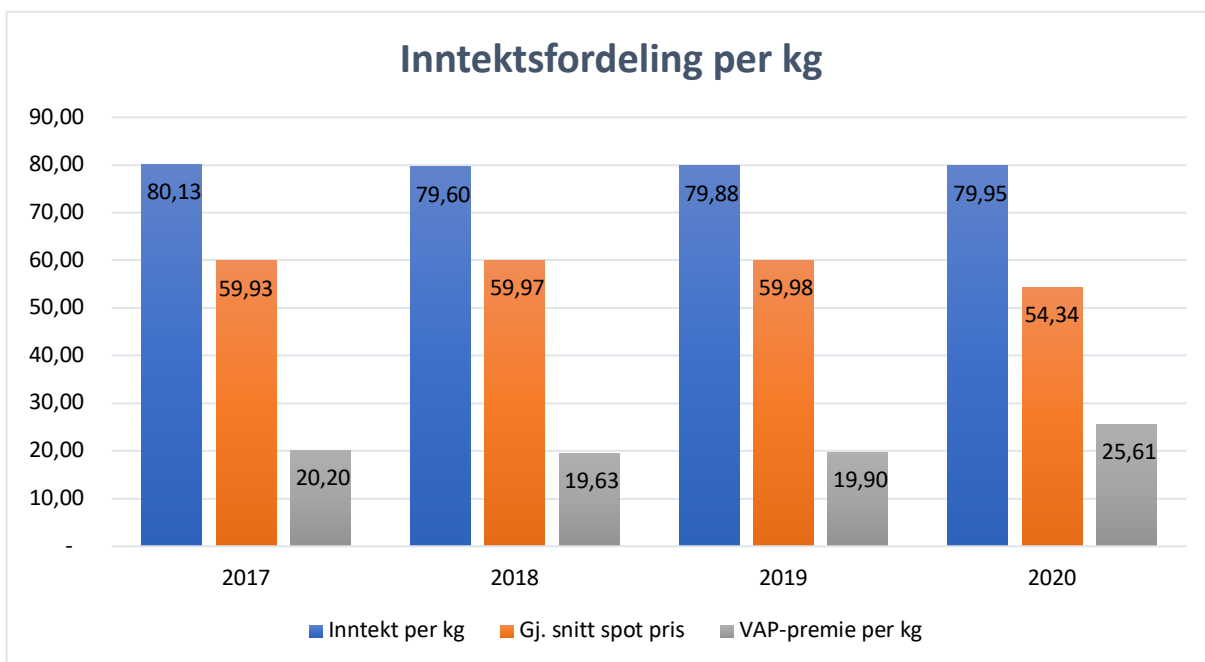
Formel 23: faktorer som inngår i driftsinntekter

Denne tilleggspremien kommer fra merverdi produkter og tjenester, som blant annet prosessering og salg av konsumprodukter. Dette kalles «Value Added Products» eller VAP. I tabell 7 har vi samlet hvordan inntektsdriverne fordeler seg per kg laks (sløyd vekt). Vi sitter da med to inntektsposter. Først er salg til spot pris, som drives av gjennomsnittlig spot pris og slaktevolum. Deretter inntekter oppnådd utover spot lakseprisen, som stammer fra VAP-premien, samt andre driftsinntekter. Inntekter fra VAP-premien er mest logisk å regne som en prosent andel av spot-pris salget, fordi den fordeler seg jevnt hvert år unntatt 2020.

	2017	2018	2019	2020	Gjennomsnitt
Driftsinntekt (mNOK)	10 817	11 343	12 238	12 912	
endring %		4,9 %	7,9 %	5,5 %	
Slaktevolum (tonn sløyd vekt)	135 000	142 500	153 200	161 500	
Inntekt per kg	80,13	79,60	79,88	79,95	
Gj. snitt spot pris	59,93	59,97	59,98	54,34	
VAP-premie per kg	20,20	19,63	19,90	25,61	
VAP-premie i % av spot pris salg	33,7 %	32,7 %	33,2 %	47,1 %	33,2 %

Tabell 7: driverne bak driftsinntektene

Gjennomsnittlig utgjør VAP-premien 33,2% av spot pris salget, uten å ta med 2020 pga. Covid 19. Dermed kan man predikere fremtidige driftsinntekter med en fremtidig spot pris, fremtidig slaktevolum og VAP-premien. I figur 26 er inntektsfordelingen illustrert.



Figur 25: inntektsdriverenes fordeling (Kilde: SalMars rapporter)

SalMar kan også oppnå inntekter fra netto finansposter og virkelige verdijusteringer. Disse er imidlertid uforutsigbare og kan gå fra positiv ett år til negativ det neste. Av den grunn ser vi det ikke som hensiktsmessig å forsøke å estimere noen fremtidig inntekt fra disse postene.

Investeringer i tilknyttede selskap er også en inntektskilde for SalMar. Denne posten er mulig å forsøke å predikere, men den er ikke utslagsgivende. I 2020 tilsvarte denne posten 0,3% av driftsinntektene.

6.7.2 Kostnadsdrivere

Fra resultatregnskapet til SalMar fremkommer driftskostnader, av- og nedskrivninger og finanskostnader som de største kostnadspostene. Vi ser derfor nærmere på disse og driverne bak dem.

Driftskostnadene til SalMar stammer fra fiskeproduksjon og drives i hovedsak av tre faktorer. Fôrkostnader er den største kostnadsarten, og utgjorde i 2019 50% av totale produksjonskostnader (SalMar ASA, 2019). Deretter er lønnskostnader nest størst, etterfulgt av oppsamlingsposten annen driftskostnad. Derfor er det naturlig å identifisere slaktevolum som hoved driver bak driftskostnadene, da en økning i produksjonsnivå vil kreve høyere fôrkostnader, flere ansatte å lønne osv. I tabell 8 har vi, basert på de fire siste

årene, sett på driftskostnadene som en funksjon av slaktevolum i tonn. Dette gir oss at driftskostnadene tilsvarer 54,2 NOK per kg sløyd laks.

Tall i mNOK	2017	2018	2019	2020	Gjennomsnitt
Driftskostnader	7 236	7 394	8 452	9 093	
Slaktevolum (tonn sløyd vekt)	135	143	153	162	
DK/tonn	54	52	55	56	54,2

Tabell 8: driftskostnader fordelt på sløyd vekt i tonn (tall i 1000 NOK)

Gjennom sammenlikning av variablenes korrelasjon finner vi imidlertid ut av at driftsinntekter er en mer presis variabel for å predikere driftskostnadene, de siste fire årene. Korrelasjonen var større mellom driftskostnadene og driftsinntektene, enn mellom driftskostnadene og slaktevolum. Altså henger driftskostnadene mer sammen med omsetningen enn slaktevolum. I tabell 9 illustrer vi derfor driftskostnadene som andel av driftsinntektene. (Frøslie, 2020)

Tall i mNOK	2017	2018	2019	2020	Gjennomsnitt
Driftskostnader	7 236	7 394	8 452	9 093	
Driftsinntekter	10 817	11 343	12 238	12 912	
DK/DI	67 %	65 %	69 %	70 %	67,9 %

Tabell 9: driftskostnader som andel av driftsinntekter

Den andre store kostnadsposten til SalMar er av- og nedskrivninger. Nedskrivninger er uforutsette nedsettelse av en eiendels verdi, og er derfor vanskelig å forutse. Av den grunn tar vi kun hensyn til avskrivninger her. Avskrivninger er faste nedskrivninger av anleggsmidler over dets levetid. Altså drives kostnaden av bokførte anleggsmidler. I gjennomsnitt har posten utgjort 7,2 % av inngående anleggsmidler siden 2017. Dette er illustrert i tabell 10.

Tall i mNOK	2017	2018	2019	2020	Gjennomsnitt
Av- og nedskrivninger	419	488	718	812	
IB Anleggsmidler	7 008	7 611	8 211	10 496	
AN/AM	6,0 %	6,4 %	8,7 %	7,7 %	7,2 %

Tabell 10: Avskrivninger og nedskrivninger som andel av UB anleggsmidler

Til slutt har vi kostnadsposten rentekostnader. Dette er rentene SalMar betaler på sin gjeld, og drives naturligvis av selskapets gjeld. Fra tabell 11 ser vi at netto rentekostnader i gjennomsnitt har utgjort 1,69% av total gjeld siden 2017.

Tall i mNOK	2017	2018	2019	2020	Gjennomsnitt
Rentekostnad	95,9	105,1	157,7	139,6	
Gjeld	5 258	5 996	8 246	11 011	
Renktekostnad %	1,82 %	1,75 %	1,91 %	1,27 %	1,69 %

Tabell 11: netto rentekostnad som andel av UB gjeld

6.8 Oppsummering regnskapsanalyse

Resultatregnskapet viser at SalMar har solid inntjening og profitt over den siste 4 års perioden. I balansen ser vi en økende trend i verdien av eiendeler, hovedsakelig drevet av økte anleggsmidler. Vi foretok justeringer av driftsresultatet for at det skal reflektere operasjonell oppnåelse bedre. På lønnsomhet ligger SalMar jevnt over godt an i forhold til konkurrentene. I tillegg har lønnsomheten deres vært mer robust i Covid-19 pandemien, og holdt seg bedre enn konkurrentene. SalMar kommer i bakre rekke blant konkurrentene når det kommer til likviditet, men holder seg allikevel innenfor anbefalte rammer. De har også noe lavere egenkapitalgrad enn gjennomsnittet blant konkurrentene, i 2020.

Salgsinntektene til SalMar fordeler vi på tre faktorer; spot laksepris, tilleggspremie og slaktevolum. I tillegg til salgsinntektene finnes også finansinntekter og inntekter fra investeringer i tilknyttede selskap. Kostnadene til SalMar har vi identifisert at hovedsakelig drives av produksjonen. Allikevel ser vi at driftsinntektene gir en bedre prediksjon av driftskostnadene. Disse handler også om produksjonsvolum, men tar også med blant annet salg og distribusjon. En annen stor kostnadspost er av- og nedskrivninger som vi mener drives av bokførte anleggsmidler. Til slutt er kostnadsposten rentekostnader, som drives av selskapets gjeld.

7 Fremtidige kontantstrømmer

I en fundamental verdsettelse er prediksjonen av fremtidige kontantstrømmer helt vesentlig. Vi skal først estimere verdien av totalkapitalen til SalMar, og vi må derfor beregne fri kontantstrøm til firmaet (FCFF) etter metoden presentert i kapittel 4.1.2.2. Input parameterne i estimeringen er EBIT, skatt, avskrivninger, investeringer og endring i arbeidskapital. Forutsetningene for fremtiden skal bygge på konklusjoner fra den strategiske og regnskapsmessige analysen vi har utført, samt supplerende informasjon fra analytikere som følger SalMar.

Grunnet SalMars betydelige satsning på «offshore» oppdrett, skal vi vektlegge prosjektet i estimeringen av fremtidige kontantstrømmer. Kontantstrømmene fra dette realiseres imidlertid ikke før om 4-9 år. Vi vil derfor estimere kontantstrømmer i en periode på 4 år. Deretter inkorporere kontantstrømmene fra den havbaserte satsningen, for så og anta stabil vekst etter dette.

7.1 EBIT

Det første parametere som inngår i kontantstrømmen til totalkapitalen er resultat før renter og skatt (EBIT). Vi starter derfor kapitlet med å estimere årlig fremtidig EBIT for SalMar under verdsettelsesperioden.

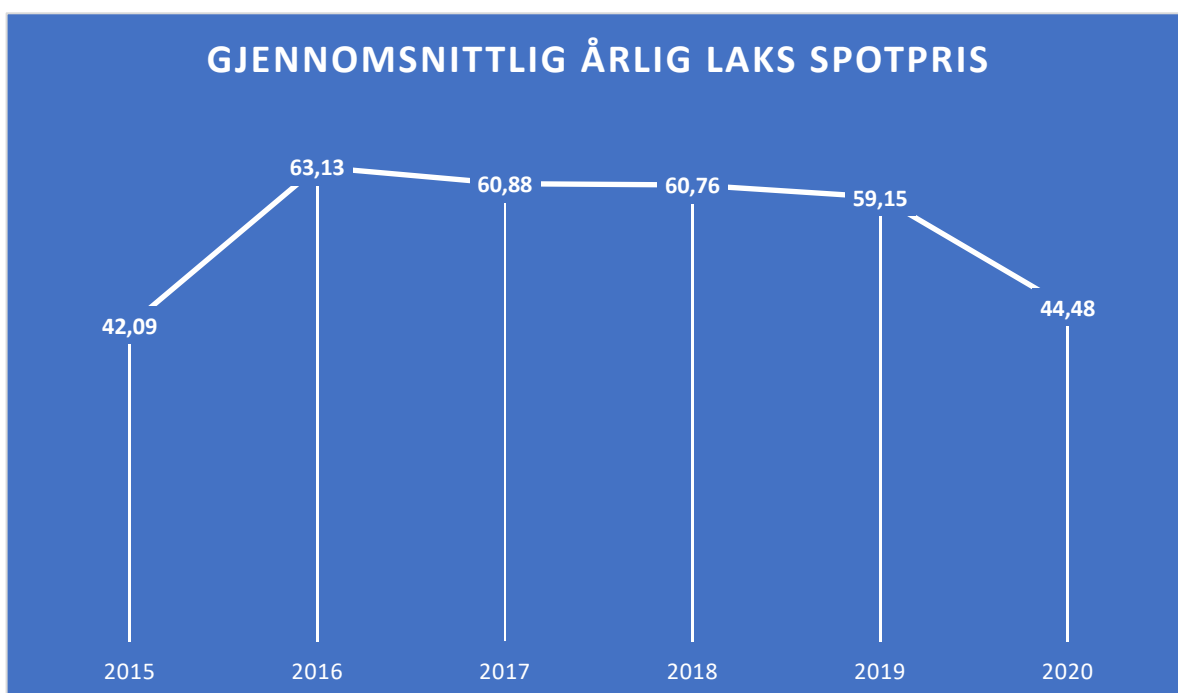
7.1.1 Driftsinntekter

I forrige kapittel omtalte vi driverne for inntektene til SalMar. Vi delte de opp i spot pris for laks, tilleggspremie og slaktevolum. Det er disse tre faktorene vi skal estimere for å beregne driftsinntektene til SalMar fremover.

7.1.1.1 *Spot laksepris*

Spot prisen på laks har sett en veldig positiv utvikling. Siden 2016 har den stabilisert seg rundt 60 kr per kg i årlig gjennomsnitt. Med unntak av 2020, som ble preget av en negativ etterspørsel sjokk i forbindelse med Korona situasjonen. I 2021 har prisen hentet seg inn

igjen. Etter svake tall i Januar og Februar, er den i uke 13 på 68,61 per kg (NASDAQ, 2021).



Figur 26: Årlig gjennomsnitt av spot lakseprisen siden 2016 (Kilde: NASDAQ Salmon Index)

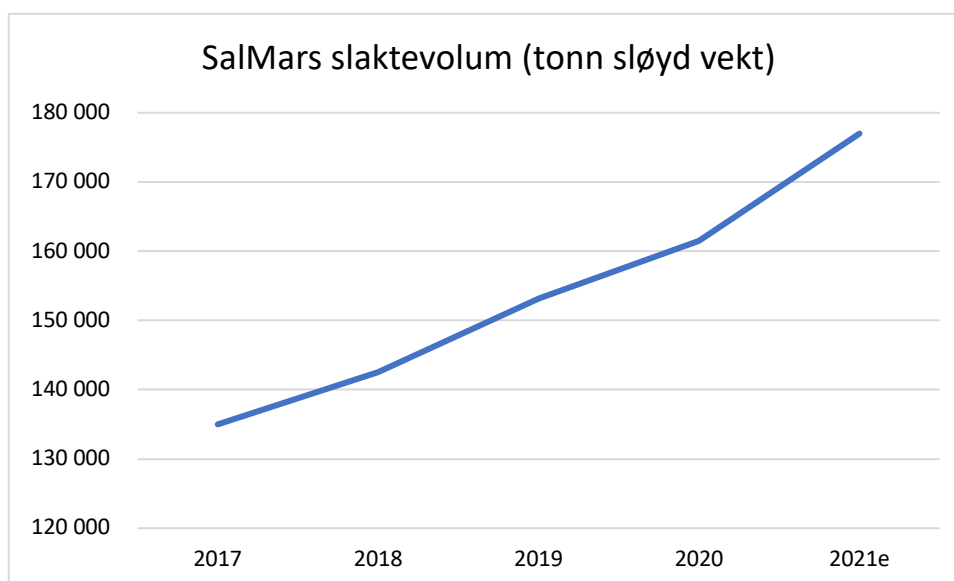
Fra Fish Pool sine forward priser på laks fremkommer en pris på rundt 54 kr per kg for 2021, og 58 kr per kg for 2022 og 2023 (Fish Pool AS, 2021). Fra PESTEL-analysen uttrykket vi en forventning til økt etterspørsel på lang sikt globalt. Til tross for forventet vekst på tilbudssiden tror vi at moderat stigende etterspørsel, vil kunne forsvare en jevn laksepris. Vi antar derfor at lakseprisen vil holde seg stabil på 58 kr, og legger denne prisen til grunn i vår estimering av fremtidige inntekter.

År	2021	2022	2023	2024	2025-evig
Spot pris per kg	54	58	58	58	58

Figur 27: Estimerte forutsetninger til fremtidig laksepris i NOK

7.1.1.2 Slaktevolum

De årlige slaktevolumene til SalMar har historisk økt kraftig. I fjerde kvartalsrapport i 2020 beregner de et totalt slaktevolum på 177 000 tonn i 2021. Dersom man tar 2021 med i beregningen har de siden 2017 hatt en gjennomsnittlig vekst i årlige slaktevolumer på 7 %.



Figur 28: utviklingen i slaktevolum (Kilde: SalMars rapporter)

Fremover derimot er det naturlig å forvente en stagnerende vekstrate for operasjonene i Norge, pga. streng regulering med hensyn til bærekrafts problematikk. Vekst må da hovedsakelig komme fra utvidelser på Island og andre oppkjøp. I tillegg til at deres hovedfokus er flyttet til utvikling av oppdrett til havs. Vi antar derfor en årlig økning på 5 000 tonn, som gir en lav og stagnerende vekstrate. Dette er illustrert i tabell 12.

	2021	2022	2023	2024
Endring %	9,6 %	2,8 %	2,7 %	2,7 %
Slaktevolum tonn	177 000	182 000	187 000	192 000

Tabell 12: estimert slaktevolum 2021-2024

Inntektene fra spot salget i denne perioden er illustrert under, i tabell 13.

	2021	2022	2023	2024
Slaktevolum tonn	177 000	182 000	187 000	192 000
Spot pris per kg	54	58	58	58
Inntekt spot salg (mNOK)	9 558	10 556	10 846	11 136

Tabell 13: estimert inntekt fra spot salg 2021-2024

Fra 2025 er det anslått at SalMar skal starte de første høstingene fra sine havbaserte merder. Vi antar da at de kommer inn i en høy vekst periode frem til 2030 gjennom utvikling og høsting ved flere havbaserte anlegg. I søknaden SalMar leverte i Januar 2021, ber de om tillatelse til å bygge det første anlegget i Smart Fish Farm prosjektet, med kapasitet på maksimalt 19 000 tonn biomasse. Deretter ønsker de å bygge ut flere slike

anlegg, og sikter mot et totalt årlig slaktevolum på 150 000 tonn fra området mot 2030 (SalMar, 2021). Dette tilsvarer 5-6 enheter med årlig slaktevolum på ca. 27 000 tonn. Grunnet usikkerheten knyttet til prosjektet mener vi dette er i overkant optimistisk. Vi ser det allikevel som realistisk at de kan nå 100 000 tonn innen 2030. Dette forutsetter utvikling og produksjon ved 4 havbaserte anlegg med 25 000 tonn i årlig slaktevolum. I estimeringen antar vi at de vokser lineært, og fordeler derfor 100 000 tonn likt på 6 år. I denne perioden antar vi at all veksten kommer fra havsatsingen, grunnet bærekraftproblematikk knyttet til tradisjonell drift.

	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Endring %	8,7 %	8,0 %	7,4 %	6,9 %	6,4 %	6,1 %
Slaktevolum tonn	208 667	225 333	242 000	258 667	275 333	292 000

Tabell 14: estimert slaktevolum 2025-2030

Inntektene fra spot salget i denne perioden er illustrert under, i tabell 15.

	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Slaktevolum tonn	208 667	225 333	242 000	258 667	275 333	292 000
Spot pris per kg	58	58	58	58	58	58
Inntekt spot salg (mNOK)	12 103	13 069	14 036	15 003	15 969	16 936

Tabell 15: estimert inntekt 2025-2030

Fra 2031 antar vi at SalMar går inn i en stabil vekst periode, og det beregnes da en terminal verdi.

7.1.1.3 Andre driftsinntekter

Øvrige driftsinntekter stammer for SalMar i hovedsak fra VAP-produkter, som omtalt i kapittel 6.7.1. Eventuelle andre driftsinntekter inkorporerer vi også i denne posten og kaller den andre driftsinntekter. Denne posten tilsvarer andelen driftsinntekter utover de som kan tilegnes salg i spot markedet. Denne posten har historisk vært en relativt jevn andel av spot marked salget. Unntaket er 2020, men vi ser bort i fra dette året da inntektene fra spot marked salg var unormalt lav. I tabell 7(s. 59) beregnet vi at posten andre driftsinntekter (VAP-premie) gjennomsnittlig utgjør 33,2 % av salgsinntektene fra spot markedet.

Vi har ingen informasjon som tilsier at VAP-segmentet skal utgjøre enn større eller mindre andel av inntektene til SalMar i fremtiden. Derfor bruker vi det historiske gjennomsnittet på 33,2 % til å estimere andre driftsinntekter fremover. Andre driftsinntekter er illustrert under i tabell 17 og 18.

Tall i mNOK	2021	2022	2023	2024
Inntekt spot salg	9 558	10 556	10 846	11 136
% Andre inntekter	33,2 %	33,2 %	33,2 %	33,2 %
Andre inntekter	3 173	3 505	3 601	3 697

Tabell 16: estimering av andre driftsinntekter 2021-2024

Tall i mNOK	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Inntekt spot salg	12 103	13 069	14 036	15 003	15 969	16 936
% Andre inntekter	33,2 %	33,2 %	33,2 %	33,2 %	33,2 %	33,2 %
Andre inntekter	4 018	4 339	4 660	4 981	5 302	5 623

Tabell 17: estimering av andre driftsinntekter 2025-2030

7.1.1.4 Konklusjon driftsinntekter

Vårt estimat for SalMars driftsinntekter bygger på tre faktorer: spot pris for laks, slaktevolum og andre driftsinntekter som en prosent av spot salget. Ovenfor har vi beregnet og begrunnet et estimat av de tre faktorene. Vi deler også estimatperioden i to. Den første perioden, frem til 2024, preges av stagnerende vekst i slaktevolum. Totale driftsinntekter for denne perioden er illustrert under i tabell 19.

Tall i mNOK	2021	2022	2023	2024
Inntekt spot salg	9 558	10 556	10 846	11 136
Andre inntekter	3 173	3 505	3 601	3 697
Sum driftsinntekter	12 731	14 061	14 447	14 833

Tabell 18: estimering av sum driftsinntekter 2021-2024

Deretter har vi perioden med høy vekst fra Smart Fish Farm prosjektet til havs. Her bruker vi samme metode for å estimere driftsinntektene. Beregningene er illustrert nedenfor i tabell 20.

Tall i mNOK	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Inntekt spot salg	12 103	13 069	14 036	15 003	15 969	16 936
Andre inntekter	4 018	4 339	4 660	4 981	5 302	5 623
Sum driftsinntekter	16 121	17 408	18 696	19 984	21 271	22 559

Tabell 19: estimering av sum driftsinntekter 2025-2030

7.1.2 Driftskostnader

Driftskostnader representerer den største kostnadsposten for SalMar. I kapittel 6.7.2 presenterte vi varekostnader, lønnskostnader og andre driftskostnader som de tre kostnadsgruppene som utgjør driftskostnader. I tillegg identifiserte vi slaktevolum og driftsinntekter som drivere for driftskostnadene, og konkluderte med at driftsinntekter gir det beste estimatet. Vi estimerer derfor driftskostnadene som en andel av driftsinntektene. Andelen vi benytter er basert på et 4 års historisk gjennomsnitt på 67,9%. Vi antar at denne andelen vil holde seg konstant over verdsettelsesperioden. De årlige driftskostnadene vil da fordele seg som illustrert i tabell 21 og 22.

Tall i mNOK	2021	2022	2023	2024
Driftsinntekter	12 731	14 061	14 447	14 833
% driftskostnader	67,9 %	67,9 %	67,9 %	67,9 %
Sum driftskostnader	8 645	9 547	9 809	10 072

Tabell 20: estimerte driftskostnader 2021-2024

Tall i mNOK	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Driftsinntekter	16 121	17 408	18 696	19 984	21 271	22 559
% driftskostnader	67,9 %	67,9 %	67,9 %	67,9 %	67,9 %	67,9 %
Sum driftskostnader	10 946	11 820	12 695	13 569	14 443	15 317

Tabell 21: estimerte driftskostnader 2025-2030

Ut fra estimatene ovenfor er underliggende resultat før renter, skatt, avskrivning og nedskrivning (EBITDA) illustrert i tabell 22 og 23. EBITDA-marginen er 32,1% årlig, som tilsvarer det historiske gjennomsnittet.

Tall i mNOK	2021	2022	2023	2024
Driftsinntekter	12 731	14 061	14 447	14 833
Driftskostnader	8 645	9 547	9 809	10 072
EBITDA	4 087	4 513	4 637	4 761

Tabell 22: EBITDA 2021-2024

Tall i mNOK	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Driftsinntekter	16 121	17 408	18 696	19 984	21 271	22 559
Driftskostnader	10 946	11 820	12 695	13 569	14 443	15 317
EBITDA	5 175	5 588	6 001	6 415	6 828	7 241

Tabell 23: EBITDA 2025-2030

7.1.3 Avskrivninger

Posten avskrivninger og estimeringsmetoden er redegjort for i detalj i kapittel 7.3. Her illustrerer vi våre estimater av SalMars fremtidige avskrivninger.

Tall i mNOK	2021	2022	2023	2024
IB anleggsmidler	14080	14 856	16 329	17 708
Avskrivninger	1 014	1 070	1 176	1 275

Formel 24: estimerte avskrivninger 2021-2024

Tall i mNOK	2025	2026	2027	2028	2029	2030
IB anleggsmidler	18 998	20 232	21 414	22 548	23 636	23 636
Avskrivninger	1 368	1 457	1 542	1 623	1 702	1 702

Formel 25: estimerte avskrivninger 2025-2030

7.1.4 Konklusjon EBIT

Vi har nå beregnet verdien postene som kreves for å beregne fremtidig EBIT for SalMar. Estimatenes er illustrert i tabell 25 og 26.

Tall i mNOK	2021	2022	2023	2024
EBITDA	4 087	4 513	4 637	4 761
Avskrivninger	1 014	1 070	1 176	1 275
EBIT	3 073	3 444	3 462	3 486

Tabell 24: fremtidig estimat av EBIT 2021-2024

Tall i mNOK	2025	2026	2027	2028	2029	2030
EBITDA	5 175	5 588	6 001	6 415	6 828	7 241
Avskrivninger	1 368	1 457	1 542	1 623	1 702	1 623
EBIT	3 807	4 131	4 460	4 791	5 126	5 618

Tabell 25: fremtidig estimat av EBIT 2025-2030

Underliggende gjennomsnittlig EBIT-margin for verdsettelsesperioden er 24%. Dette er noe lavere enn 4 års historisk gjennomsnitt EBIT-margin på 27% fra kapittel 5.4.1. Det stemmer godt med tanke på at en omstillingsperiode til havbasert oppdrett antakelig vil svekke lønnsomheten noe.

7.2 Skatt

SalMar har ut ifra 4 års historiske regnskapstall, hatt en gjennomsnittlig årlig effektiv skattesats på 20,5%. Selskapsskatten i Norge er 22%, av bedriftens overskudd (NHO, 2021). Selv om SalMar har betalt en lavere effektiv skattesats, mener vi det er rimelig å anta at de vil tendere mot marginal skattesatsen på 22 %. Vi legger derfor 22% av EBIT til grunn for beregningen av fremtidig skattekostnad. Estimeringen av årlige skattekostnader er illustrert i tabell 27 og 28.

Tall i mNOK	2021	2022	2023	2024
EBIT	3 073	3 444	3 462	3 486
Skattesats	22 %	22 %	22 %	22 %
Skattekostnad	676	758	762	767

Tabell 26: estimert fremtidig skattekostnad 2021-2024

Tall i mNOK	2025	2026	2027	2028	2029	2030
EBIT	3 807	4 131	4 460	4 791	5 126	5 618
Skattesats	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %
Skattekostnad	838	909	981	1 054	1 128	1 236

Tabell 27: estimert fremtidig skattekostnad 2025-2030

7.3 Investeringer (CapEx)

Investeringer omfatter utgifter som er ventet å skape inntekter i flere perioder fremover (Damodaran A. , Investment Valuation, 2012). Når vi skal estimere investeringene til SalMar fremover, tar vi utgangspunkt i to typer investeringer. Den ene er stabile investeringer og består av investeringer knyttet til løpende vedlikehold og oppretthold av driften. Den andre omhandler investeringer knyttet til vekst og nye prosjekter. I sistnevnte blir utgifter knyttet til havsatsingen i fokus.

7.3.1 Vedlikeholdsinvesteringer

Denne posten skal omhandle investeringsutgifter som kreves for å opprettholde driften på et gitt tidspunkt. Dette omhandler i hovedsak vedlikehold av anleggsmidler. Disse investeringene øker i takt med en økende produksjon. Derfor estimerer vi investeringene basert på historiske vedlikeholdsinvesteringer per kg slaktet fisk i en gitt periode. Fra tabell 29 ser vi at SalMar gjennomsnittlig har investert 2,2 kr i vedlikehold per kg slaktet fisk.

	2016	2017	2018	2019	2020e	Gjennomsnitt
Vedlikeholdsinvesteringer (mNOK)	393	296,6	260	272	283	
Slaktevolum tonn	115 600	135 000	142 500	153 200	161 500	
Investeringer per kg (NOK)	3,4	2,2	1,8	1,8	1,8	2,2

Tabell 28: historisk vedlikeholdsinvesteringer per kg (Kilde: SalMars årsrapporter)

Vi legger det historiske gjennomsnittet til grunn og regner med at det vil vedvare i fremtiden. Deretter multipliserer vi det med estimert fremtidig slaktevolum, illustrert i tabell 30 og 31.

	2021	2022	2023	2024
Vedlikeholdsinvesteringer per kg (NOK)	2,2	2,2	2,2	2,2
Slaktevolum tonn	177 000	182 000	187 000	192 000
Vedlikeholdsinvesteringer (mNOK)	389	400	411	422

Tabell 29: estimerte vedlikeholdsinvesteringer 2021-2025

	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Vedlikeholdsinvesteringer per kg (NOK)	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Slaktevolum tonn	208 667	225 333	242 000	258 667	275 333	292 000
Vedlikeholdsinvesteringer	459	496	532	569	606	642

Tabell 30: estimerte vedlikeholdsinvesteringer 2025-2030

7.3.2 Vekstinvesteringer

Vekstinvesteringene til SalMar forventer vi at i hovedsak vil komme fra havsatsingen i tiden fremover. Investeringene innebærer alt fra utbygging av Smart Fish Farm anleggene til utvidet smolt og slaktekapasitet. Investeringene i utbyggingen av anlegg til havs antar vi vil starte i 2022. Det innebærer konstruksjonsperiode på 24 måneder, med første utsett av

laks i 2024. I 2021 bruker vi derfor SalMars egne prediksjoner på 1,4 milliarder i vekstinvesteringer (SalMar, 2021). Investeringsutgiftene per Smart Fish Farm anlegg er estimert til ca. 1,9 milliarder. I tillegg vil kapasitetsutvidelsen kreve investeringer på ca. 1,6 milliarder i økt kapasitet for smoltproduksjon, samt 150 millioner i nye brønnbåter per anlegg (Carnegie, 2021) (SEB, 2021). Vi har forutsatt at SalMar vil realisere 4 slike anlegg i verdsettelsesperioden, og totale vekstinvesteringer vil komme på ca. 15 milliarder. Disse utgiftene fordeler vi lineært på investeringsperioden fra 2022 til 2028. Etter dette skal firmaet inn i stabil vekst og vi antar derfor ingen fler vekstinvesteringer etter 2028. Vekstinvesteringene er illustrert for hver periode i tabell 32 og 33.

Tall i mNOK	2021	2022	2023	2024
Vekstinvesteringer (mNOK)	1 400	2 143	2 143	2 143

Tabell 31: estimerte vekstinvesteringer 2021-2024

Tall i mNOK	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Vekstinvesteringer	2 143	2 143	2 143	2 143	-	-

Tabell 32: estimerte vekstinvesteringer 2025-2030

7.3.3 Totale investeringer

De totale investeringene er beregnet ved å summere sammen vedlikeholds- og vekstinvesteringene for hver periode. Fra 2029 antar vi at SalMar avslutter investering i vekst og går over mot stabil vekst. Derfor antar vi at investeringene i 2029 og 2030 tilsvarer periodens avskrivninger, og SalMar slutter å investere for å vokse. De totale investeringene er illustrert nedenfor i tabell 34 og 35.

Tall i mNOK	2021	2022	2023	2024
Totale investeringer	1 789	2 543	2 554	2 565

Tabell 33: estimerte totale investeringer 2021-2024

Tall i mNOK	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Totale investeringer	2 602	2 639	2 675	2 712	1 702	1 702

Tabell 34: estimerte totale investeringer 2025-2030

7.4 Avskrivninger

Posten avskrivninger utgjør en signifikant kostnad for SalMar. Avskrivninger oppstår fordi utgiftene fra investeringer i anleggsmidler fordeles over eiendelens levetid. I kapittel 6.7.2 identifiserte vi derfor anleggsmidler som driver av avskrivninger. I tabell 10(s. 61) ser vi at SalMars avskrivninger de siste 4 årene i snitt har utgjort 7,2 % av inngående bokførte anleggsmidler. Vi antar at dette vil vedvare og estimerer hver periodes avskrivninger som 7,2 % av periodens inngående bokførte anleggsmidler.

Verdien av anleggsmidler baserer vi på estimerer av fremtidige investeringer fra kapittel 7.3, og avskrivninger. Utregningen av en periodes inngående beholdning av anleggsmidler er illustrert i formel 26.

$$IB \text{ anleggsmidler}_t = IB \text{ anleggsmidler}_{t-1} + \text{investeringer}_{t-1} - \text{avskrivninger}_{t-1}$$

Formel 26: estimeringsmetode for IB anleggsmidler

Hvor: $t = \text{et gitt år}$

Avskrivningene er illustrert i tabell 36.

Tall i mNOK	2021	2022	2023	2024
IB anleggsmidler	14080	14 856	16 329	17 708
Avskrivninger	1 014	1 070	1 176	1 275

Tabell 35: estimerte avskrivninger 2021-2024

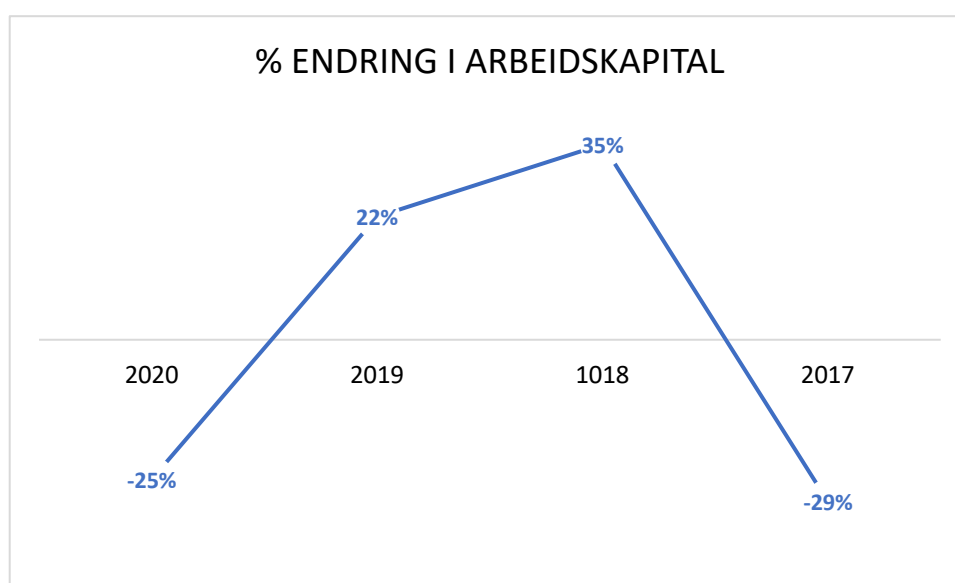
Tall i mNOK	2025	2026	2027	2028	2029	2030
IB anleggsmidler	18 998	20 232	21 414	22 548	23 636	23 636
Avskrivninger	1 368	1 457	1 542	1 623	1 702	1 702

Tabell 36: estimerte avskrivninger 2025-2030

7.5 Endring i arbeidskapital

Arbeidskapital er likvide midler et selskap trenger for å møte sine løpende utgifter, og tilsvarer differansen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld (Sirnes, 2018). Den årlige endringen i arbeidskapitalen er interessant siden den binder opp midler. En økning i arbeidskapitalen minker derfor den frie kontantstrømmen til selskapet, og motsatt for en reduksjon i arbeidskapitalen.

Arbeidskapitalen til SalMar har vist seg å være svært uforutsigbar. Den har totalt sett sunket siden 2016, til tross for at alle potensielle drivere har økt. I tillegg har endringene de siste 4 årene vært lite forutsigbare, som illustrert i figur 30. Med en så stor variasjon på begge sider av null, vil det bli vanskelig å mene noe om endringen flere år frem i tid. Vi mener derfor at det er rimelig å sette fremtidig endringer i arbeidskapital lik 0. Altså ser vi bort fra endring i arbeidskapital i estimeringen av kontantstrøm til SalMar fremover.



Figur 29: endring i arbeidskapital de siste 4 år (Kilde: SalMars rapporter)

7.6 Kontantstrøm til totalkapitalen (FCFF)

Tall i mNOK	2021	2022	2023	2024
EBIT	3 073	3 444	3 462	3 486
Skatt	676	758	762	767
Avskrivninger	1 014	1 070	1 176	1 275
Investeringer	1 789	2 543	2 554	2 565
FCFF	1 621	1 213	1 322	1 429

Tabell 37: kontantstrøm til totalkapitalen

Tall i mNOK	2025	2026	2027	2028	2029	2030
EBIT	3 807	4 131	4 460	4 791	5 126	5 618
Skattekostnad	838	909	981	1 054	1 128	1 236
Avskrivninger	1 368	1 457	1 542	1 623	1 702	1 623
Investeringer	2 602	2 639	2 675	2 712	1 702	1 702
FCFF	1 735	2 041	2 345	2 649	3 998	4 304

Tabell 38: kontantstrøm til totalkapitalen

7.7 Terminal verdi

Terminalverdien estimeres ut ifra tre faktorer. Påfølgende års kontantstrøm, den evige veksten i denne kontantstrømmen og avkastningskravet. Den eneste faktoren vi da må estimere for å beregne terminalverdien er altså vekst.

Teorien om estimering av terminal verdi sier at, den evige vekstraten ikke kan overgå vekstraten i økonomien (Damodaran A. , Investment Valuation, 2012). Rasjonale bak dette argumentet er at dersom et selskap vokser raskere enn økonomien, vil selskapet til slutt bli større enn økonomien. I tillegg kan SalMar operere globalt og er derfor ikke begrenset av veksten i Norges økonomi, men veksten i den globale økonomien. Måltallet for vekst i økonomien estimerer vi fra vekst i BNP. I de siste 30 årene har global BNP hatt en årlig vekst på 2,7 % (World Bank, 2019). Dette tenker vi imidlertid er for høyt, med tanke ressurs- og geografiske begrensninger innen oppdrett. I tillegg tyder empiriske data på at utviklede økonomier har lavere økonomisk vekst enn utviklingsland (UNCTAD, 2019). Vi forventer derfor at den globale veksten i BNP vil avta fremover, ettersom utviklingsland blir til stabile og utviklede økonomier. Allikevel fremkommer det fra den strategiske analysen at vi tror laks vil være en viktig proteinkilde fremover, grunnet dens relative bærekraftighet. Dette taler for gode vekstforutsetninger i overskuelig fremtid. Vi antar derfor en stabil vekstrate på 2 % i estimeringen av terminal verdien. Estimeringen er illustrert i formel 27.

$$Terminal\ verd_{2030} = \frac{FCFF_{2030+1}}{r - v} = \frac{4304 * 1,02}{0,058 - 0,02} = 116\ 214$$

Formel 27: estimert terminal verdi i år 2030

Hvor:

$r = avkastningskrav\ (WACC)$

$v = stabil\ vekstrate$

8 Avkastningskrav til totalkapitalen (WACC)

I dette kapitlet skal vi beregne avkastningskravet som vi senere vil bruke til å neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene. Avkastningskravet har som formål å representere den avkastningen investoren kunne oppnådd ved å investere i en alternativ investering med lik risiko. Vi skal beregne totalkapitalkostnaden, som består av et vektet gjennomsnitt av egenkapitalkostnaden og gjeldskostanden. Vi skal benytte oss av kapitalverdiverdimodellen til å beregne egenkapitalkostnaden til SalMar. Når vi beregner gjeldskostnaden, bruker vi en risikofri rente og et påslag for SalMars misligholdsrisiko. I tillegg til å korrigere for skattefordelen knyttet til gjeldsfinansiering. Til slutt vil vi benytte oss av disse komponentene i WACC (Weighted Average Cost of Capital) formelen for å beregne avkastningskravet.

8.1 Avkastningskrav til egenkapitalen

Kapitalverdimodellen består av tre hovedelementer. Risikofri rente, beta og forventet avkastning i markedet. Disse elementene blir redegjort i delkapittel 4.1.1.

Kapitalverdimodellen kan uttrykkes slik:

$$E(r_i) = R_f + \beta_i * (E(r_m) - R_f)$$

Formel 28: kapitalverdimodellen/capital asset pricing model

Hvor: $E(r_i)$ = egenkapitalens avkastningskrav

R_f = risikofri rente

β_i = SalMars beta (systematisk risiko)

$E(r_m)$ = forventet avkastning i markedet

8.1.1 Risikofri rente

Risikofri rente er en investering hvor forventet avkastning tilsvarer faktisk avkastning. For at dette skal kunne være mulig må det ikke være noen misligholds risiko eller

reinvesteringsrisiko. En langsiktig statsobligasjon fyller disse kravene og er derfor det beste estimatet for en risikofri investering. Norge har fått tildelt AAA-vurdering av de 4 av de største kredittratingbyråene, noe som tilsier at Norges obligasjoner er veldig sikre (World Government Bonds, 2021). Vi velger å benytte oss av en 10-års statsobligasjon siden det per dags dato er den beste indikatoren på en langsiktig investering. Ifølge Norges Bank er renten på en 10årig statsobligasjon er per 06.04.2021 på 1,48% (Norges Bank, 2021).

8.1.2 Beta

Betaen til SalMar er et mål på hvor eksponert de er mot systematisk risiko i forhold til den norske referanseindeksen, OSEBX. Den systematiske risikoen illustrerer selskapets eksponering mot markedsrisiko, og en beta på 1 betyr at aksjen svinger i takt med markedet. En lavere beta vil si at selskapets aksjekurs har mindre volatilitet relativt til OSEBX, og det samme motsatt.

Vi har gjennomført en regresjonsanalyse av daglige noteringer i en toårsperiode fra April 2019 til April 2021 for SalMar og OSEBX. Fra analysen får vi at SalMar har hatt en beta på 0,46 og R-kvadrat er på 0,44. Det impliserer at 44% av svingningene til SalMar sin aksjekurs kan forklares med svingningene til børsen. Regresjonsanalysen finnes i vedleggsoversikten.

Ved utregning av beta for SalMar har vi valgt å benytte oss av «bottom up» beta fordi vi mener at det er et bedre estimat på fremtidig risikoprofil enn historisk beta. En «bottom up» beta har lavere standardavvik enn en historisk beta, fordi man benytter gjennomsnittet av flere regresjonsbetaer. Et annet argument for bruk av fundamental beta er at man kan oppdatere estimatet med endringer i forretningsmiksen, som vil reflektere selskapets fremtidige risiko. Ikke kun den historiske. Det samme gjelder med gjeldsgraden. Man kan enkelt inkorporere forandringer i gjeldsgraden og få et mer relevant betaestimat for fremtiden.

Selskaper	Levered beta	Gjeldsgrad(G/E)	Skattesats	Unlevered beta	Fundamental beta
Grieg	1,05	1,41			
Lerøy	0,82	0,71			
Mowi	0,8	0,26			
NRS	0,75	0,29			
Bakkafrost	0,88	0,51			
Gjennomsnitt	0,86	0,64	22 %	0,574	
SalMar		1,002			1,023

Figur 31: Utregning av Bottom Up Beta

Ved utregning av beta i henhold til «bottom up» metoden fikk vi for SalMar en beta på 1. Det vil si at deres aksje i fremtiden vil bevege seg nesten parallelt som Oslo børs.

8.1.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie defineres i Damadoran som meravkastningen en investor krever fra en investering i en vel diversifisert markedsportefølje. Det blir altså forventet avkastning trukket fra den risikofrie renten. PwC, i samarbeid med Norske Finansanalytikere Forening utfører en årlig undersøkelse hvor de kartlegger hva slags premie markedet i Norge krever. I undersøkelsen blir det presentert av de tre største risikofaktorene analytikere bruker er Covid-19, oljeprisfall og en relativt høy P/B i mange selskaper pga en lang oppgangsperiode. 77% av de som ble intervjuet opplyser at de justerer for risiko knyttet til Covid-19 i deres beregninger, siden det kan ha stor innvirkning i tallene til et selskap, både positivt og negativt. Medianen for markedets risikopremien er 5%, men det vektete gjennomsnittet er 4,8% anno 2020 og vi velger å benytte oss av det (PwC, 2020).

8.1.4 Oppsummering av avkastningskravet til egenkapital

$$E(r_i) = 0,015 + 1,023 * (0,048)$$

$$E(r_i) = 6,39 \% \approx 6,4 \%$$

Figur 30: Utregning av egenkapitalavkastningskrav

6,39 % er egenkapitalkostnaden vi velger å benytte oss av videre i beregningen av totalkapitalen.

8.2 Avkastningskrav til totalkapitalen (WACC)

For å kunne beregne avkastningskravet til totalkapitalen må vi benytte oss av WACC metoden hvor man vekter egenkapitalkostnaden og gjeldskostnaden korrigert for skattekostnaden. Formelen uttrykkes slik:

$$WACC = \frac{E}{TK} * E(r_i) + \frac{D}{TK} * D(r_i) * (1 - t)$$

Formel 29: totalkapitalkostnad

Hvor:

E = markedsverdi av selskapets egenkapital

D = markedsverdi av selskapest gjeld

TK = markedsverdi av selskapets totalkapital

E(r_i) = egenkapitalsavkastningskrav

D(r_i) = gjeldskostnad

t = skattekostnad

8.2.1 Markedsverdi av egenkapital og bokført verdi av gjeld

Markedsverdien av gjeld er ikke lett å estimere, siden ikke alle selskaper har gjelden deres i obligasjoner, noen har finansiert driften med lån fra banker. I tillegg er den svært volatil og kan derfor være upålitelig (Damodaran A. , Investment Valuation, 2012). Ifølge SalMars rapporter er deres bokførte verdi av gjeld tilnærmet lik virkelig verdi. Derfor velger vi å bruke den bokførte verdien av gjeld som estimat. Fra kvartalsrapporten til SalMar har de oppført at den totale gjelden deres er 11 011,3 mNOK. Egenkapitalen kan man enkelt regne ut ved å multiplisere antall utstedte aksjer med aksjekursen. I vår utregning har vi brukt aksjekursen for 09.04.21.

Egenkapital- og gjeldsandel	
Antall aksjer utstedt	113 299 999
Aksjepris 09.04.2021	592,8
Markedsverdi EK	67 164 239 407
Markedsverdi gjeld	11 011 300 000
Totalkapital	78 175 539 407
Egenkapitalandel	0,86
Gjeldsandel	0,14

Figur 31: Utregning av egenkapital- og gjeldsandel

8.2.2 Gjeldskostnad

I likhet med mange andre firmaer er deler av SalMars totalkapital finansiert med gjeld. I utregningen av totalkapitalkostnaden vil det derfor være nødvendig å vite hvor mye det koster å ta opp ny gjeld. Gjeldskostnaden uttrykker den nåværende kostnaden knyttet til gjeldsfinansieringen til selskapet. Gjeldskostnaden består av risikofri rente og risiko for mislighold. Den risikofrie renten er viktig å ha med fordi gjeldskostnaden øker og synker i takt med den. Risikoen for mislighold er utslagsgivende for hvilken kostnad bedriften vil få på gjelden. Ved lav risiko vil det naturligvis være lavere kostnader enn ved høy risiko, siden långiver må kompenseres for å påta seg høyere risiko (Damodaran A. , Investment Valuation, 2012).

SalMar har latt seg bli vurdert av Nordic Credit Rating som ga dem en langsiktig rating på A- i risiko for mislighold. De argumenterer for ratingen ved at SalMar har en solid profitabilitet, kostnadseffektive, men fortsatt opererer i en næring som er preget av ustabile priser. I tillegg til at de er sterkt preget av miljøutfordringer. Denne ratingen vil ifølge ratingtabellen til Capital IQ gi et påslag på 1,1% (Damodaran A. , Investment Valuation, 2012). Vi benytter oss av samme risikofrie rente på 1,48 som vi fant i delkapittel 8.1.1.

$$\text{Gjeldskostnad før skatt} = (1,48 + 1,1) = 2,58 \%$$

Formel 30: Utregning av gjeldskostnad for SalMar

8.2.3 Skatt

I Norge er selskapsskatten på 22 % og vi vil bruke denne som marginal skatt for SalMar i utregningen av totalkapitalkostnaden. Renter betalt på gjeld kvalifiserer til skattefradrag og må derfor korrigeres for i gjeldskostnaden.

8.3 Sammenstilling av avkastningskravet til totalkapitalen

Ved utregning av avkastningskravet vil vi benytte oss av det vektete gjennomsnittet, som vi har gjort rede for i kapittel 4.1.2.

$$WACC = \frac{E}{TK} * E(r_i) + \frac{D}{TK} * D(r_i) * (1 - t)$$

Formel 31: totalkapitalkostnad

Avkastningskravet vi endte opp med er 5,8%. Det skal vi bruke videre i verdsettelsen når vi neddiskonterer de fremtidige kontantstrømmene til nåverdien.

$$\frac{E}{TK} = 0,86$$

$$\frac{D}{TK} = 0,14$$

$$E(r_i) = 6,4 \%$$

$$D(r_i) = 3 \%$$

$$t = 22\%$$

$$WACC = 5,8$$

Figur 32: Utregning av WACC for SalMar

9 Verdsettelse

I den endelige verdsettelsen skal vi regne ut nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene, og en terminal verdi som avslutter verdsettelsen. Summen av disse verdiene gir oss verdien av totalkapitalen til SalMar, og vi trekker deretter fra verdien av gjeld, som redegjort for i kapittel 4.5. Neddiskonteringsfaktoren vi benytter er derfor avkastningskravet til totalkapitalen (WACC), på 5,8%. Hvert steg i verdivurderingen er begrunnet i kapittel 4.1. I tillegg skal vi utføre en komparativ verdsettelse. Hensikten å danne et nyansert bilde av verdien til SalMar.

9.1 Nåverdi av egenkapitalen til SalMar

9.1.1 Nåverdi av kontantstrømmene til totalkapitalen

Kontantstrømmene vi har estimert og presenter i kapittel 7.6, skal neddiskonteres med avkastningskravet på 5,8%. Nåverdien av de respektive årenes kontantstrømmer er illustrert i tabell 40 og 41.

Tall i mNOK	2021	2022	2023	2024
FCFF	1 621	1 213	1 322	1 429
Nåverdi	1 533	1 084	1 117	1 142

Tabell 39: nåverdi av fremtidige kontantstrømmer 2021-2024

Tall i mNOK	2025	2026	2027	2028	2029	2030
FCFF	1 735	2 041	2 345	2 649	3 998	4 304
Nåverdi	1 310	1 457	1 583	1 690	2 412	2 454

Tabell 40: nåverdi av fremtidige kontantstrømmer 2025-2030

9.1.2 Nåverdi av terminal verdi

Terminalverdien til SalMar estimerte vi i kapittel 7.7. Den illustrer verdien av SalMars kontantstrømmer i all evighet, gitt underliggende vekst og neddiskonteringsfaktor.

Terminalverdien vi estimerte er beregnet i 2030, og må derfor neddiskonteres i 10 år for å illustrere nåverdien i dag. Nåverdien av terminalverdien er illustrert i tabell 42.

Tall i mNOK	
Terminalverdi	117 781
Nåverdi	67 167

Tabell 41: nåverdien av terminal verdien

9.1.3 Nåverdien av totalkapitalen til SalMar

Summen av nåverdien til kontantstrømmene og terminalverdien tilsvarer verdien av totalkapitalen til SalMar. Denne er illustrert i tabell 43.

År	Nåverdi (mNOK)
2021	1 533
2022	1 084
2023	1 117
2024	1 142
2025	1 310
2026	1 457
2027	1 583
2028	1 690
2029	2 412
2030	2 454
Terminal verdi	66 274
Totalt	82 055

Tabell 42: verdien av SalMar

Tallene i tabellen er oppgitt i millioner norske kroner. Vårt estimat på verdien av selskapet; SalMar, er altså 82 055 millioner NOK.

9.1.4 Konklusjon verdsettelse

9.1.4.1 Nåverdien av egenkapitalen til SalMar

Verdien av egenkapitalen til SalMar tilsvarer differansen mellom verdien av totalkapitalen og markedsverdien av deres gjeld. Markedsverdien av SalMars gjeld har vi redegjort for i kapittel 8.2.1. Beregningene er illustrert i tabell 44.

Tall i mNOK	
Nåverdi totalkapital	82 055
Markedsverdi gjeld	11 011
Nåverdi egenkapital	71 043

Tabell 43: Nåverdi av egenkapital

9.1.4.2 Nåverdien av SalMar aksjer

Til slutt dividerer vi nåverdien av egenkapitalen på antall aksjer utstedt (per 31.12.2020), for å finne vårt kursestimat for en SalMar-aksje. Prosessen er illustrert i tabell 45, og gir oss en aksjekurs på 627 NOK. Sammenlignet med nåværende kurs på ca. 590 NOK, tilsvarer vårt estimat en økning på ca. 6,3%.

Tall i mNOK	
Nåverdi egenkapital	71 043
Antall aksjer utstedt	113 299 999
Estimert aksjekurs	627

Tabell 44: estimert aksjekurs

9.2 Relativ verdsettelse

9.2.1 P/E multiplikator

Selskaper	P/E
SalMar	28,8
Grieg	-16,8
NRS	79,6
Mowi	87,9
Lerøy	49,1
Bakkafrost	61,4
Gjennomsnitt	48,3

Tabell 45: P/E rater for norske lakseoppdrettsaktører. Hentet fra respektive årsrapporter

Ved utregning av P/E multiplikatoren til bransjen per 15.04.21 fant vi ut at gjennomsnittet til bransjen er 48,3. SalMar er ifølge denne sammenligningen underpriset med en P/E-rate på 28,8. Som nevnt i teorikapittelet indikerer et høyt P/E forholdstall at markedet forventer et bedre resultat i fremtiden, mens et lavt tall betyr at man har svakere forventninger. I år vil denne relative verdsettelsesmetoden være sterkt preget av Covid-19 siden man baserer seg på årsresultatet for 2020. Flere av selskapene har beholdt eller økt sin markedsverdi samtidig som resultatet ikke har rettfærdiggjort dette. Dermed ser vi at

lakseoppdrettsbransjen som helhet har så store P/E-rater. Benytter vi oss av bransjegjennomsnittet som P/E for SalMar får vi en aksjepris på 946,6 kroner.

$$P/E = \frac{\text{Market price per share}}{\text{Earnings per share}}$$

Formel 32: Price/earnings multiplikkel

$$48,3 = \frac{\text{Markedsverdi per aksje}}{19,60}$$

$$\text{Markedsverdi per aksje} = 48,3 * 19,6 = 946,6$$

Figur 33: Utregning av aksjekursen til SalMar basert på bransjegjennomsnittlig P/E multiplikator

9.2.2 P/B multiplikator

Selskaper	P/B
SalMar	5,8
Grieg	2,1
NRS	2,8
Mowi	3,7
Lerøy	2,2
Bakkafrost	3,3
Gjennomsnitt	3,3

Tabell 46: P/B rater for norske lakseoppdrettsaktører. Hentet fra respektive årsrapporter

Denne multiplikatoren forteller oss hva markedsverdien av egenkapitalen til et selskap er i forhold til den bokførte verdien. En høy P/B-rate kan illustrere at markedet forventer at ledelsen skaper mer verdi med et gitt sett eiendeler, alt annet holdt likt. Vi ser her at SalMar har et høyt tall i forhold til resten av bransjen og kan tyde på at de er overpriset. Benytter vi oss av bransjesnittet vil SalMars aksjepris egentlig være 320,1 kroner.

$$P/BV = \frac{\text{Market price per share}}{\text{Book value of equity per share}}$$

Formel 33: Pris/bokført verdi av egenkapital

$$3,3 = \frac{\text{Markedsverdi per aksje}}{97}$$

$$\text{Markedsverdi per aksje} = 3,3 * 97 = 320,1$$

Figur 34: Utregning av aksjekursen til SalMar basert på bransjegjennomsnittlig P/B multiplikator

9.2.3 EV/EBITDA multiplikator

Selskaper	EV/EBITDA
SalMar	19,5
Grieg	17,1
NRS	23,6
Mowi	21,7
Lerøy	15,6
Bakkafrost	55,7
Gjennomsnitt	25,6

Tabell 47: EV/EBITDA rater for norske lakseoppdrettsaktører. Hentet fra respektive årsrapporter

EV/EBITDA multiplikatoren er et forholdstall som tar for seg verdien av hele virksomheten og dividerer det på driftsresultatet før renter, skatt, avskrivninger og nedskrivninger. Dette gir et godt bilde av selskapets totale oppkjøpsverdi. I tabellen over ser vi at gjennomsnittet er 25,6 og SalMar har 19,5. Trekker vi ut Bakkafrost som har en verdi som skiller seg ut, blir gjennomsnittet 19,5. Da er SalMar akkurat riktig priset ifølge denne metoden.

Som nevnt tidligere i delkapittel 4.2.5 vil et selskap med eierandeler i et annet børsnotert selskap vil det kunne bli feilvurdert med denne metoden. SalMar eier 51 % av Icelandic Salmon som er børsnotert på Euronext Growth Oslo. Dermed inneholder driftsresultat til SalMar 100% av driftsresultatet til Icelandic Salmon, men markedsverdien av egenkapitalen har kun med 51% som de faktisk eier. Konsekvensen blir da at EV/EBITDA-raten blir lavere og SalMar i dette tilfellet blir undervurdert.

$$EV/EBITDA = \frac{\text{Market value of equity} + \text{debt} - \text{cash}}{EBITDA}$$

Formel 34: Enterprise Value/EBITDA

$$25,6 = \frac{\text{Enterprise value}}{3\,819\,600\,000}$$

$$EV = 25,6 * 3\,819\,600\,00 = 97\,781\,mNOK$$

$$\text{Markedsverdi per aksje} = 863$$

Figur 35: Utregning av aksjekursen til SalMar basert på bransjegjennomsnittlig EV/EBITDA multiplikator

Benytter vi oss av bransjegjennomsnittet for EV/EBITDA får vi at SalMar er undervurdert og skal egentlig ha en aksjekurs på kr 863. Som nevnt tidligere skal SalMar egentlig ha en høyere kurs grunnet deres eierandeler i Icelandic Salmon, basert på denne multiplikatoren.

9.2.4 EBIT/KG – Sektor spesifikk multiplikator

	EBIT/KG(NOK)
SalMar	18,6
Grieg	3,3
NRS	9,9
Mowi	7,7
Lerøy	11,4
Bakkafrost	16,6
Gjennomsnitt	11,2

Tabell 48: EBIT/KG rater for norske lakseoppdrettsaktører. Hentet fra respektive årsrapporter

Her har vi regnet ut en sektor spesifikk multiplikator basert på driftsresultatet til selskapene fordelt på antall kilo sløyd vekt. Dette forholdstallet gir innsyn i hvor lønnsomme oppdrettsselskapene er. SalMar er godt over gjennomsnittet og har en verdi på 18,6 og klarer å levere gode resultater gitt deres ressurser noe som forsvarer deres relative høye pris.

9.2.5 Konklusjon av komparativ verdsettelse

$$\text{Vektet gjennomsnittskurs} = 0,33 * 946,6 + 0,33 * 320,1 + 0,33 * 863 = 702,8$$

Figur 36: Utrekning av aksjekurs basert på relativ verdsettelse

For å konkludere den relative verdsettelsen har vi vektet P/E, P/B og EV/EBITDA multiplikatorene og regnet ut et gjennomsnittskursmål på kr 702,8. Vi velger imidlertid å ikke benytte oss av dette kursmålet direkte i vårt endelige kursestimat. Komparativ verddivurdering er et godt analyseverktøy for å kunne sammenligne SalMar med konkurrenter, men vi mener at dette ikke gir et godt bilde av selskapets faktiske verdi.

10 Sensitivitetsanalyse

Estimatet vårt for verdien til SalMar bygger på forutsetninger av en rekke faktorer, som i virkeligheten kan komme til å avvike fra våre estimater. I dette kapittelet skal vi analysere sensitiviteten til verdsettelsen, ved å se på effekten på aksjekursen ved endringer i sentrale verdidrivende faktorer. En slik analyse gir viktig informasjon om robustheten til verdsettelsen. Vi skal analysere effekten på aksjekursen av en endring i stabil vekst, avkastningskravet (WACC), lakseprisen og slaktevolum. Ved å holde alle andre faktorer like tydeliggjøres den isolerte effekten på resultatet av verdsettelsen, som skapes av en endring i den aktuelle input-faktoren. Vi endrer den aktuelle input variabelen som skal analyseres med et fast intervall på 5%, slik at vi kan sammenlikne hvilke faktorer som gir størst utslag i aksjekursen gitt lik endring.

10.1 Stabil vekst

Forutsetninger om stabil vekst påvirker terminal verdien. De to faktorene har en positiv korrelasjon, som tilsier at en økning i den stabile vekstraten øker terminalverdien. En økning i terminalverdien høyner estimatet for aksjekursen. Denne sammenhengen er illustrert i tabell 50. Fra tabellen kan man observere en skjevhet i effekten endringer i stabil vekst har på aksjekursestimatet. En positiv endring i stabil vekst gir større utslag på aksjekursestimatet enn en tilsvarende negativ endring. Dette kommer av at man i estimeringen av terminal verdi, deler den første kontantstrømmen i den stabile vekstfasen på differansen mellom avkastningskravet og den stabile vekstraten. Når den stabile vekstraten vokser, nærmer nevneren seg null, og terminal verdien vokser da eksponentielt. Derfor er aksjekursestimatet vårt mer sensitivt mot positive enn negative endringer i stabil vekst.

% endring i stabil vekst	Stabil vekst	Ny aksjekurs	Endring i aksjekurs
-20 %	1,6 %	569	-9 %
-15 %	1,7 %	582	-7 %
-10 %	1,8 %	597	-5 %
-5 %	1,9 %	611	-3 %
0 %	2,0 %	627	0 %
5 %	2,1 %	644	3 %
10 %	2,2 %	661	5 %
15 %	2,3 %	679	8 %
20 %	2,4 %	699	11 %

Tabell 49: effekt på aksjekursestimatet ved endringer i stabil vekst

10.2 Avkastningskravet (WACC)

Avkastningskravet har en effekt på nåverdien av alle kontantstrømmene og terminal verdien, som inngår i kursestimatet. Et høyere avkastningskrav fører til lavere nåverdi av fremtidige kontantstrømmer, og dermed lavere verdi av selskapets aksjer. Her observerer vi altså en negativ korrelasjon, som illustreres i tabell 51. Vi observerer også her en skjevhet i påvirkningen på kursestimatet av positive og negative endringer i avkastningskravet. Dette skyldes også at et lavt avkastningskrav vil føre til at nevneren i beregningen av terminal verdi nærmer seg 0, og dermed forårsaker en eksponentiell økning. Et lavere avkastningskrav fører også til økt verdi av fremtidige med kontantstrømmer, men netto effekten på aksjekursen drives i hovedsak av terminalverdien. For eksempel, hvis avkastningskravet synker med 20% til 4,6% øker nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene med ca. 7%, mens terminalverdien øker med ca. 60%.

% endring i WACC	WACC	Ny aksjekurs	Endring i aksjekurs
-20 %	4,6 %	1003	60 %
-15 %	4,9 %	878	40 %
-10 %	5,2 %	776	24 %
-5 %	5,5 %	692	10 %
0 %	5,8 %	627	0 %
5 %	6,1 %	562	-10 %
10 %	6,4 %	511	-19 %
15 %	6,6 %	480	-23 %
20 %	6,9 %	439	-30 %

Tabell 50: effekt på aksjekursestimatet ved endringer i WACC

10.3 Spot laksepris

Spot prisen på laks inngår i driftsinntektene til SalMar, og påvirker derfor kontantstrømmene. I vårt kursestimat foreligger forutsetninger om fremtidige laksepriser. Dette er en parameter med høy usikkerhet, som historisk har hatt stor grad av variasjon. Det er derfor viktig å analysere effektene av endringer lakseprisen. Vi observerer at en fremtidig laksepris på 55 kr tilsier at SalMar er overpriset i markedet (tabell 52).

% endring i spotpris	Spot pris per kg	Ny aksjekurs	Endring i aksjekurs
-20 %	kr 46	417	-33 %
-15 %	kr 49	469	-25 %
-10 %	kr 52	522	-17 %
-5 %	kr 55	574	-8 %
0 %	kr 58	627	0 %
5 %	kr 61	680	8 %
10 %	kr 64	732	17 %
15 %	kr 67	785	25 %
20 %	kr 70	837	33 %

Tabell 51: effekt på aksjekursestimatet ved endringer i laksepris

10.4 Slaktevolum

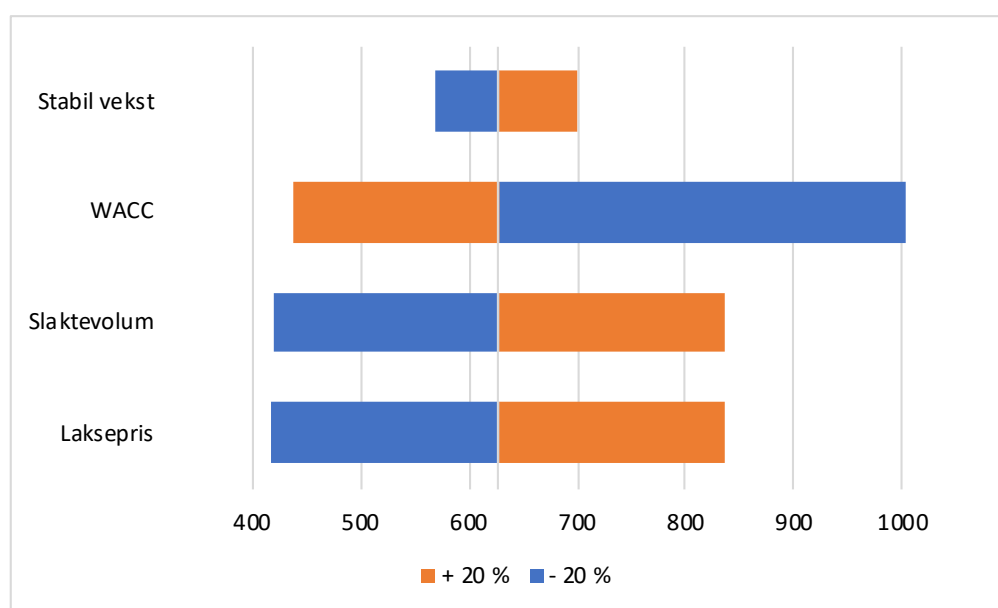
Slaktevolum påvirker, som lakseprisen, driftsinntektene til SalMar direkte. Vi observerer en lik grad av sensitivitet i kursestimatet ved endringer i dette parametere, som i analysen av lakseprisen. Denne parameteren er også tilknyttet stor usikkerhet, spesielt med tanke på forutsetningene om slaktevolum fra offshore-satsingen i fremtiden. SalMar selv har svært høye ambisjoner, og mener selv de kan oppnå slaktevolumer på 20% over våre estimer. Dersom de innfrir forventningene taler det i vår analyse for et kursmål på 836 NOK. Samtidig er det mulig at hele offshore-satsingen mislykkes og må avvikles. Da er en nedjustering av slaktevolumer på 20 % fra våre estimer realistisk, og vi estimerer da et kursmål på 419 NOK. Dette er et godt stykke ned fra dagens kurs i markedet, noe som tyder på at offshore-satsingen allerede er delvis priset inn i markedsverdien av SalMar. Observasjonene er illustrert i tabell 53.

% endring i slaktevolum	Ny aksjekurs	Endring i aksjekurs
-20,0 %	419	-33 %
-15,0 %	471	-25 %
-10,0 %	522	-17 %
-5,0 %	574	-8 %
0,0 %	627	0 %
5,0 %	679	8 %
10,0 %	731	17 %
15,0 %	783	25 %
20,0 %	836	33 %

Tabell 52: effekt på aksjekursestimatet ved endringer i slaktevolum

10.5 Oppsummering

Av input variablene vi har analysert ovenfor erfarte vi at ved endringer med en fast prosent, er det avkastningskravet som kan gi størst utslag i aksjeprisen. Dette er imidlertid kun for negative endringer i avkastningskravet, som vi redegjorde for i kapittel 10.2. Av de analyserte faktorene fremkommer det også at estimatet for aksjekursen var minst sensitiv til endringer i stabil vekst. Denne effekten kan imidlertid ha blitt overdrevet av at den stabile vekstraten er lav, og at en 20% endringer derfor gir liten effekt. Slaktevolum og laksepris har en veldig lik effekt på kursestimatet, og gir viktig innsikt som kan benyttes til å oppdatere kursmålet etterhvert som man finner ut om de underliggende forutsetningene i verdsettelsen stemte. De ulike faktorenes effekt på kursestimatet ved en endring på 20 % er illustrert i figur 37.



Figur 37: Tornadodiagram av sensitivitetsanalysen

Det er også viktig å være klar over viktigheten av nåverdien til terminal verdien for verdsettelsen. Denne verdien er ikke basert på like detaljerte estimater som de årlige kontantstrømmene. Allikevel utgjør nåverdien av terminalverdien 81% av egenkapitalverdiestimatet. Det illustrerer hvor utslagsgivende terminalverdien er, samt parameterne som inngår i den.

11 Konklusjon

Oppgavens formål har vært å besvare problemstillingen: «Hva er verdien av en SalMar ASA aksje våren 2021?». I prosessen med å besvare problemstillingen benyttet vi oss hovedsakelig av en fundamental verdsettelse etter total kapitalmetoden, og fant egenkapitalverdien ved å trekke ut verdien av gjeld. Vi ønsket å fokusere på bærekrafts problematikken oppdrettsnæringen står ovenfor, og hvordan SalMar vil takle den fra et verdiskapingsperspektiv.

Konklusjonen vi kom fram til er at SalMars aksjer har en fundamental verdi på 627 NOK. Dette er høyere enn markedsverdien av SalMars aksjer, og vi mener altså at SalMar er underpriset.

Vi konkluderer også med at «offshore» satsingen vil være viktig for å stimulere fremtidig bærekraftig vekst og at den vil føre til økt verdiskapning for SalMar.

12 Vedlegg

12.1 Regresjonsanalyse

Regresjonsstatistikk								
Multipel R	0,666616973							
R-kvadrat	0,444378188							
Justert R-kvadrat	0,44325572							
Standardfeil	40,11222544							
Observasjoner	497							
Variansanalyse								
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>			
Regresjon	1	636989,336	636989,336	395,893751	3,6503E-65			
Residualer	495	796450,362	1608,99063					
Totalt	496	1433439,7						
	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Øverste 95,0%</i>
Skjæringspunkt	51,62696291	20,2195275	2,55332193	0,01096882	11,9002825	91,3536433	11,9002825	91,3536433
Beta SalMar	0,455702432	0,02290298	19,897079	3,6503E-65	0,41070339	0,50070148	0,41070339	0,50070148

13 Bibliografi

- Arnesen, E. (2015, Januar 20). *Landsforeningen for hjerte og lungesyke*. Hentet fra Trygt og sunt å spise mer fisk: <https://www.lhl.no/et-sunnere-liv/ernaring-mat-og-helse/trygt-og-sunt-a-spise-mer-fisk/>
- Bakkafrost P/F. (u.d.). *About us*. Hentet fra Webområdet til Bakkafrost P/F: <https://www.bakkafrost.com/en/about-us/about-us/>
- Barkved, O. (2021, Mars 26). *Rentabilitetsanalyser Kap 6 GR2*. Hentet fra Studentområde på Canvas: https://stavanger.instructure.com/courses/2592/pages/presentasjoner?module_item_id=37811
- Berge, A. (2019, September 4). *Dette var Norges 20 mest lønnsomme oppdrettere i 2018*. Hentet fra iLaks: <https://ilaks.no/dette-var-norges-20-mest-lonnsomme-oppdrettere-i-2018/>
- Berge, A. (2020, Juli 27). *Dette er verdens 20 største lakseoppdrettere*. Hentet fra iLaks: <https://ilaks.no/dette-er-verdens-20-storste-lakseoppdrettere-2/>
- Berge, A. (2021, Januar 17). *Gustav Witzøe: – Vår største utfordrer er landbaserte anlegg*. Hentet fra Webområde for iLaks: <https://ilaks.no/gustav-witzoe-var-storste-utfordrer-er-landbaserte-anlegg/>
- Carnegie. (2021). *SalMar*. Carnegie.
- Damodaran, A. (2012). Chapter 4 The Basics of Risk. I A. Damodaran, *Investment valuation* (ss. 58-82). 01923: John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran, A. (2012). Ch. 7 Riskless rates and risk premiums. I A. Damodaran, *Investment valuation* (ss. 154-159). 01923: John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran, A. (2012). Ch. 7 Riskless Rates and Risk Premiums. I A. Damodaran, *Investment Valuation* (ss. 159-165). John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation*. John Wiley & Sons, Inc.

- E24. (2015, September 25). *Norsk lakseeksport til Kina: Gikk fra 90% av markedet til 15 laks i juni*. Hentet fra E24: <https://e24.no/norsk-oekonomi/i/0nBbAJ/norsk-lakseeksport-til-kina-gikk-fra-90-av-markedet-til-15-laks-i-juni>
- Espmark, Å. M. (2019, August 13). *Forskersonen*. Hentet fra Fiskens velvære må stå i sentrum: <https://forskersonen.no/hav-og-fiske-kronikk-meninger/lukkede-anlegg-fiskens-velvaere-ma-sta-i-sentrum-nar-ny-teknologi-for-oppdrett-utvikles/1365852>
- European Commission. (u.d.). *EU taxonomy for sustainable activities*. Hentet fra European Commission: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-taxonomy-sustainable-activities_en
- FAIRR. (2020, November 11). *Protein Producer Index*. Hentet fra FAIRR: <https://www.fairr.org/index/company-ranking/>
- Fish Pool AS. (2021, April 7). *Forward Prices*. Hentet fra Fish Pool: <https://fishpool.eu/price-information/forward-prices-3/>
- Fiskeridirektoratet. (2017, April 24). *Fiskeridirektoratet*. Hentet fra Tildelingsprosessen: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Tildelingsprosessen>
- Fiskeridirektoratet. (2017, 08 25). *Grønne Tillatelser*. Hentet fra Webområde for Fiskeridirektoratet: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Kommersielle-tillatelser/Laks-oerret-og-regnbueoerret/Groenne-tillatelser>
- Fiskeridirektoratet. (2019, Mai 29). *Hvor stor er oppdrettsnæringen i Norge*. Hentet fra Fiskeridirektoratets nettsider: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Nyheter/2019/0519/Hvor-stor-er-oppdrettsnaeringen-i-Norge>
- Fiskeridirektoratet. (2021, Februar 21). *Fiskeridirektoratet*. Hentet fra Utviklingstillatelser: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Saertillatelser/Utviklingstillatelser>
- FN. (2019, Desember 3). *FN*. Hentet fra Befolkning, migrasjon og urbanisering: <https://www.fn.no/tema/fattigdom/befolkning>

- FN. (u.d.). *Parisavtalen*. Hentet fra FN: <https://www.fn.no/om-fn/avtaler/miljoe-og-klima/parisavtalen>
- Frøslie, K. F. (2020, November 09). *korrelasjon*. Hentet fra Store Norske Leksikon: <https://snl.no/korrelasjon>
- Furuset, A. (2021, Januar 14). *Salmar må ut med 2,3 milliarder kroner for ny havmerd*. Hentet fra IntraFish: <https://www.intrafish.no/nyheter/salmar-ma-ut-med-2-3-milliarder-kroner-for-ny-havmerd/2-1-943148>
- Grieg Seafood ASA. (u.d.). *About us*. Hentet fra Webområde til Grieg Seafood ASA: <https://griegseafood.com/about-us#about-us>
- Havforskningsintituttet. (2020, Juni 19). *Nye marine ressurser til mat og for*. Hentet fra Havforskningsinstituttet: <https://www.hi.no/hi/temasider/hav-og-kyst/nye-marine-ressurser-til-mat-og-for>
- Helsedirektoratet. (2016, Oktober 24). *Helsedirektoratet*. Hentet fra Kostrådene og næringsstoffer: <https://www.helsedirektoratet.no/faglige-rad/kostradene-og-naeringsstoffer>
- Hoff, K., & Pedersen, A. (2019). *Grunnleggende regnskap 2*. Universitetsforlaget.
- Holden, S. (2018, August 20). *Gjeldskrisen i Hellas*. Hentet fra Webområde til snl: https://snl.no/Gjeldskrisen_i_Hellas
- Jacobsen, I. (2015, Mai 6). *E24*. Hentet fra Jakten på nye markeder for norsk sjømat: <https://e24.no/teknologi/i/jPyQbq/jakten-paa-nye-markeder-for-norsk-sjoemat>
- Johannessen, S. (2020, November 12). *Det strammer seg til for havbruk*. Hentet fra <https://ilaks.no/det-strammer-seg-til-for-havbruk/>
- Kampevoll, F. (2019, Juni 19). *E24*. Hentet fra Spår trettendobling innen 2025: Tror på norsk lakse-boom i Kina: <https://e24.no/naeringsliv/i/K3bEre/spaar-trettendobling-innen-2025-tror-paa-norsk-lakse-boom-i-kina>

- Knudsen, C. (2021, Januar 15). *Salmar med laksevisjoner til havs for opptil 15 milliarder*. Hentet fra E24: <https://e24.no/hav-og-sjoemat/i/Ky6x26/salmar-med-laksevisjoner-til-havs-for-opptil-15-milliarder>
- Laksefakta. (2018, August 23). *Norske regler for miljø og oppdrett*. Hentet fra Webområdet til Laksefakta: <https://laksefakta.no/laks-og-miljo/norske-regler-for-miljo-og-oppdrett/>
- Lerøy Seafood Group ASA. (u.d.). *Om oss*. Hentet fra Webområde til Lerøy Seafood Group ASA: <https://www.leroyseafood.com/no/om-leroy/om-oss/>
- Marine Harvest. (2018). *Salmon Farming Industry Handbook*. Marine Harvest.
- Miljødirektoratet. (2020, Mai 29). *Fiskeoppdrett*. Hentet fra Webområde til Miljødirektoratet: <https://miljostatus.miljodirektoratet.no/tema/hav-og-kyst/fiskeoppdrett/>
- Miljødirektoratet. (2020, Juli 17). *Lakselus*. Hentet fra Webområde til Miljødirektoratet: <https://miljostatus.miljodirektoratet.no/tema/ferskvann/laks/lakselus/>
- Miljødirektoratet. (2020, September 14). *Rømt oppdrettslaks*. Hentet fra Webområde til Miljødirektoratet: <https://miljostatus.miljodirektoratet.no/tema/ferskvann/laks/romt-oppdrettslaks/>
- Misund, B. (2021, Januar 08). *fiskeoppdrett*. Hentet fra Store Norske Leksikon: <https://snl.no/fiskeoppdrett>
- Mowi ASA. (u.d.). *Om oss*. Hentet fra Webområde til Mowi ASA: <https://mowi.com/no/om-oss/>
- MOWI. (u.d.). *Bærekraft*. Hentet fra Webområde for MOWI: <https://mowi.com/no/baerekraft/>
- NASDAQ. (2021, April 07). *NASDAQ Salmon Index*. Hentet fra NASDAQ: <https://salmonprice.nasdaqomxtrader.com/public/report?1>
- NHO. (2021, 04 13). *Selskapsskatt*. Hentet fra NHO.no: <https://www.nho.no/tema/skatter-og-avgifter/artikler/selskapsskatt/>

- Nilsen, A. (2019, Januar 7). *Sjømatrådet: Norsk laksenæring har tapt 20 milliarder på utestengelsen fra Russland*. Hentet fra E24:
<https://e24.no/naeringsliv/i/9vrzM9/sjoematraadet-norsk-laksenaering-har-tapt-20-milliarder-paa-utestengelsen-fra-russland>
- NINA og Havforskningsinstituttet. (2021, Januar 10). *Villaksen i Namsen er genetisk påvirket av rømt oppdrettslaks*. Hentet fra Webområdet til NINA:
<https://www.nina.no/Aktuelt/article/villaksen-i-namsen-er-genetisk-pavirket-av-romt-oppdrettslaks>
- Norges Bank. (2021). *Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet 1/2021*. Norges Bank.
- Norges Bank. (2021, April 6). *Statsobligasjoner daglige noteringer*. Hentet fra Norges Bank: <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/>
- Norway Royal Salmon ASA. (u.d.). *Norway Royal Salmon*. Hentet fra Webområde til Norway Royal Salmon ASA: <https://norwayroyalsalmon.com/no>
- Novikova, K. (2019, August 12). *Russland satser stort på lakseoppdrett på land*. Hentet fra NRK: <https://www.nrk.no/tromsogfinnmark/russland-satser-stort-pa-lakseoppdrett-pa-land-1.14653973>
- NTB. (2014, August 7). *Russland stanser import av norske produkter*. Hentet fra E24: <https://e24.no/norsk-oekonomi/i/g7pm1J/russland-stanser-import-av-norske-produkter>
- Ocean Farming AS. (2019). *Sluttrapport, Prosjekt Ocean Farm 1*. Ocean Farming AS.
- PwC. (2020). *Risikopremien i det norske markedet*. PwC.
- Regjeringen. (2017). *Regjeringen Havstrategi*. Regjeringen.
- Regjeringen. (2018, Juli 10). Hentet fra Fisk og EU:
<https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/fiskeri-og-havbruk/1/fiskeri/internasjonalt-fiskerisamarbeid/internasjonalt/fisk1/id685828/>

- Regjeringen. (2019). *Skattelegging av havbruksvirksomhet kapittel 4*. Hentet fra Regjeringens nettsider: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2019-18/id2676239/?ch=5>
- Regjeringen. (2020, September 11). *Klimaforliket*. Hentet fra Regjeringen: <https://www.regjeringen.no/no/tema/klima-og-miljo/klima/innsiktsartikler-klima/klimaforliket/id2076645/>
- Regjeringen. (2020, Februar 04). *Regjeringen skrur på trafikklyset i havbruksnæringen*. Hentet fra Webområde til regjeringen: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/regjeringen-skrur-pa-trafikklyset-i-havbruksnaringen/id2688939/>
- Regjeringen. (2021, 01 14). *Varsler ny havbruksstrategi*. Hentet fra regjeringen.no: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/varsler-ny-havbruksstrategi/id2828697/>
- SalMar ASA. (2019). *Årsrapport 2019*.
- SalMar ASA. (u.d.). *Havbasert fiskeoppdrett*. Hentet fra salmar.no: <https://www.salmar.no/havbasert-fiskeoppdrett-en-ny-aera/>
- SalMar ASA. (u.d.). *Historie*. Hentet fra salmar.no: <https://www.salmar.no/historie/>
- SalMar ASA. (u.d.). *SalMar - kulturen, vårt felles verdigrunnlag*. Hentet fra SalMar: <https://www.salmar.no/salmar-kulturen-vart-felles-verdigrunnlag/>
- SalMar ASA. (u.d.). *SalMar i dag*. Hentet fra SalMar: <https://www.salmar.no/salmar-i-dag/>
- SalMar ASA. (u.d.). *Strategi og visjon*. Hentet fra SalMar: <https://www.salmar.no/strategi-visjon/>
- SalMar ASA. (u.d.). *Våre virksomhetsområder*. Hentet fra salmar.no: <https://www.salmar.no/vare-virksomhetsomrader/>
- SalMar. (2021). *Fjerde kvartal 2020*. SalMar.
- SalMar. (2021). *Søknad klarering lokalitet Norskehavet*. SalMar.

- Saunders, A. (2018). *Financial Markets and Institutions*. McGraw-Hill Education.
- Seatemperature. (2021). *Seatemperature*. Hentet fra Norway Sea temperatures:
<https://www.seatemperature.org/europe/norway/>
- SEB. (2021). *SalMar*. SEB.
- Sirnes, E. (2018, Oktober 22). *arbeidskapital*. Hentet fra snl: <https://snl.no/arbeidskapital>
- Soltveit, T. (2020, September 08). - *InnovNor er et konkret eksempel på hva havbruknæringen betyr langs kysten*. Hentet fra Webområdet til Kyst:
<https://www.kyst.no/article/innovanor-er-et-konkret-eksempel-paa-hva-havbruksnaeringen-betyr-langs-kysten/>
- Soltveit, T. (2020, Mars 03). - *Runde to med fisk i havfarmen viser svært gode resultater*. Hentet fra kyst.no: https://www.kyst.no/article/runde-to-med-fisk-i-havfarmen-viser-svaert-gode-resultater/?fbclid=IwAR0ff3LU86nQb-P2k3uX-kH-O7xD_z_V0tbbyNdI1FnosU1X9FAkf9tS6Q
- SV. (u.d.). *SV: Fra A til Å - Oppdrettsfisk*. Hentet fra Oppdrett: <https://www.sv.no/sv-fra-a-til-a/oppdrettsfiske/>
- sven. (u.d.).
- Tekna. (2018, September 5). *Norsk oppdrett i endring*. Hentet fra Tekna:
<https://www.tekna.no/kurs/innhold/norsk-oppdrett-i-endring/>
- UNCTAD. (2019). *Fact sheet #5: Gross Domestic Product*. Hentet fra unctad:
https://unctad.org/system/files/official-document/tdstat44_FS07_en.pdf
- United Nations. (2019). *World Population Prospects 2019*. New York: United Nations.
- Whittington, Regner, Angwin, Johnson, & Scholes. (2020). *Exploring Strategy*. Pearson.
- World Bank. (2019). *GDP*. Hentet fra World Bank:
<https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD?end=2019&start=1990>
- World Government Bonds. (2021). *World Credit Ratings*. Hentet fra World Government Bonds: <http://www.worldgovernmentbonds.com/world-credit-ratings/>

