



Universitetet  
i Stavanger



**SALMAR**

Passion for Salmon

## Verdsettelse av SalMar ASA

*“Hva er verdien av SalMar ASA våren 2023?”*

Bacheloroppgave

Handelshøgskolen ved Universitetet i Stavanger

Skrevet av Kristine Ryland og Nora Larsen-Sneve



Universitetet  
i Stavanger

**HANDELHØGSKOLEN VED UIS  
BACHELOROPPGAVE**

STUDIUM:

Økonomi og Administrasjon

OPPGAVEN ER SKREVET INNEN FØLGENDE  
TEMATISKE RETNING:

Regnskap og Finans

TITTEL:

Verdsettelse av SalMar ASA

ENGELSK TITTEL:

Valuation of SalMar ASA

FORFATTERE:

Kandidatnr:

2148

.....

2143

.....

Navn:

Kristine Ryland

.....

Nora Larsen-Sneve

.....

VEILEDER:


Egil Steinberg

## Forord

Bacheloroppgaven er skrevet som den avsluttende oppgaven i vår bachelorgrad innen økonomi og administrasjon ved Universitetet i Stavanger. Vi har gjennom vårt studieløp blitt eksponert for flere temaer innenfor økonomi og administrasjon. Gjennom blant annet et medlemskap i Børsklubben UiS og deltagelser på finansrelaterte arrangementer har vi fått økt interesse knyttet til regnskap og finans. Vi anså verdsettelse som et interessant tema, da det tar for seg flere elementer av pensum fra vårt 3-årigstudieløp og gir oss mulighet til å anvende store deler av den kunnskapen vi har tilegnet oss. På bakgrunn av dette så vi på verdsettelse som et naturlig valg for vår bacheloroppgave.

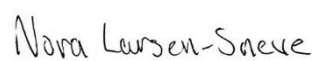
Vi ønsker å benytte denne anledningen til å takke vår veileder Egil Steinberg, som gjennom hele vår oppgave har vært tilgjengelig med god veiledning. Han har kommet med nyttig konstruktiv kritikk og gode råd som har hjulpet oss gjennom prosessen mot innlevering av bacheloroppgaven.

Stavanger, mai 2023



---

Kristine Ryland



---

Nora Larsen-Sæve

## Sammendrag

Formålet med denne bacheloroppgaven er å svare på problemstillingen: «Hva er verdien av SalMar ASA våren 2023?». Vi vil estimere SalMar ASAs verdi målt i norske kroner per aksje og gi en handelsanbefaling på bakgrunn av aksjeverdien i markedet.

Oppgaven starter med en presentasjon av selskapet og oppdrettsnæringen for å gi leseren en introduksjon til hvordan SalMar og bransjen opererer. Videre går vi inn på verdsettelsesteorien som vi vil anvende for å estimere aksjeprisen, hvor vi tar for oss metodene for fundamental- og relativ verdsettelse. Deretter gjennomfører vi både en strategisk analyse og regnskapsanalyse, som legger grunnlaget for våre forutsetninger ved estimering av fremtidige kontantstrømmer.

Vi beregner så avkastningskravet og de fremtidige kontantstrømmene til SalMar med utgangspunkt i historiske regnskapstall, og foretar estimeringer basert på den strategiske analysen og regnskapsanalysen. Avkastningskravet blir brukt til å diskontere de fremtidige kontantstrømmene til nåtid, gjennom kontantstrømmodellen. Videre utfører vi en sensitivitetsanalyse. Dette er for å se hvordan endringer i ulike variabler beregnet med skjønnsmessige vurderinger vil påvirke den estimerte aksjeprisen fra den fundamentale verdsettelsen. Deretter gjennomfører vi en relativ verdsettelse som en supplerende metode, hvor vi estimerer en aksjepris som baseres på sammenlignbare selskaper.

Anvendelse av fundamental og relativ verdsettelse resulterer i en aksjepris på henholdsvis 559 NOK og 384 NOK. Vi venter verdsettelsesmetodene likt og får en endelig aksjepris på 472 NOK. Dette endelige prisestimatet sammenlignes med markedsprisen og gir bakgrunn for vår handelsanbefaling for aksjen. Sluttkursen til SalMar per 08.05.2023 var 450,9 NOK. På bakgrunn av dette estimatet gir vi aksjen til SalMar ASA en hold-anbefaling.

## Innholdsfortegnelse

Verdsettelse av SalMar ASA .....	I
Forord .....	I
Sammendrag.....	II
Figurer, formler og tabeller .....	VI
<i>Figurer</i> .....	VI
<i>Formler</i> .....	VI
<i>Tabeller</i> .....	VII
<b>1. Innledning .....</b>	<b>1</b>
1.1 Valg av oppgave.....	1
1.2 Problemstilling.....	1
1.3 Avgrensning .....	1
<b>1. Presentasjon av SalMar og oppdrettsnæringen .....</b>	<b>2</b>
2.1 SalMar ASA.....	2
2.1.1 Historie og utvikling.....	2
2.1.2 Selskapsstruktur .....	4
2.1.3 Verdikjede .....	5
2.2 Bransjen .....	6
2.2.1 Drivere for etterspørsel.....	6
2.2.2 Drivere for tilbud.....	6
2.2.3 Lakseprisen .....	7
2.2.4 Aktører i markedet/Konkurrenter .....	7
2.2.5 Markedssituasjon.....	8
2.2.6 Vekst og utsikter.....	9
<b>2. Verdsettelsesteori.....</b>	<b>10</b>
3.1 Fundamental verdsettelse .....	10
3.1.1 Egenkapitalmetoden .....	11
3.1.2 Totalkapitalmetoden.....	15
3.1.3 Terminalverdi.....	17
3.2 Relativ verdsettelse .....	18
3.2.1 P/E.....	18
3.2.2 P/B.....	19
3.2.3 EBIT/KG .....	19
3.3 Valg av metode.....	19
<b>4 Strategisk analyse .....</b>	<b>20</b>
4.1 Ekstern analyse – PESTEL.....	21
4.1.1 Politiske og juridiske faktorer .....	21

4.1.2	Økonomiske faktorer .....	24
4.1.3	Sosiokulturelle faktorer .....	28
4.1.4	Teknologiske faktorer .....	28
4.1.5	Miljømessige faktorer .....	29
4.1.6	Oppsummering .....	31
4.2	<i>Porter`s Five Forces</i> .....	31
4.2.1	Rivalisering .....	31
4.2.2	Inngangsbarriere.....	32
4.2.3	Substitutter .....	33
4.2.4	Kjøpernes makt .....	34
4.2.5	Leverandørens makt .....	34
4.2.6	Oppsummering.....	35
4.3	<i>VRIO</i> .....	36
4.3.1	Menneskelig kapital/Kompetanse .....	36
4.3.2	Geografisk beliggenhet .....	36
4.3.3	Verdikjede.....	37
4.3.4	Innovasjon.....	37
4.3.5	Oppsummering.....	38
4.4	<i>SWOT</i> .....	38
<b>5.</b>	<b>Regnskapsanalyse .....</b>	<b>40</b>
5.1	<i>Lønnsomhet</i> .....	40
5.1.1	Totalkapitalrentabilitet .....	40
5.1.2	Egenkapitalrentabilitet .....	41
5.1.3	Driftsmargin .....	43
5.2	<i>Likviditet</i> .....	44
5.2.1	Likviditetsgrad 1 .....	44
5.2.2	Likviditetsgrad 2 .....	45
5.3	<i>Soliditet</i> .....	46
5.3.1	Egenkapitalprosent.....	46
5.4	<i>Oppsummering</i> .....	47
<b>6.</b>	<b>Estimering av fremtidige kontantstrømmer.....</b>	<b>48</b>
6.1	<i>Driftsinntekter</i> .....	48
6.1.1	Laksepris .....	48
6.1.2	Produksjonsvolum.....	49
6.1.3	VAP (Value added product) .....	51
6.1.4	Oppsummering driftsinntekter .....	51
6.2	<i>Driftskostnader</i> .....	52
6.2.1	Varekostnader .....	52
6.2.2	Lønnskostnader .....	53
6.2.3	Andre driftskostnader .....	53
6.2.4	Oppsummering driftskostnader .....	54
6.3	<i>Produksjonsavgift</i> .....	55
6.4	<i>Avskrivninger</i> .....	55

6.5	<i>Investeringer</i> .....	56
6.6	<i>Arbeidskapital</i> .....	57
6.7	<i>Skatt</i> .....	58
6.8	<i>Fri kontantstrøm</i> .....	59
6.9	<i>Terminalverdi</i> .....	59
<b>7.</b>	<b>Avkastningskrav</b> .....	<b>60</b>
7.1	<i>Avkastning til egenkapitalen</i> .....	60
7.1.1	<i>Risikofri rente</i> .....	60
7.1.2	<i>Markedets risikopremie</i> .....	60
7.1.3	<i>Regresjonsbeta</i> .....	61
7.1.4	<i>Fundamental beta</i> .....	62
7.1.5	<i>Oppsummering av avkastningskravet til egenkapital/Kapitalverdimodellen</i> .....	63
7.2	<i>Avkastningskrav til totalkapitalen</i> .....	63
7.2.1	<i>Markedsverdi egenkapital</i> .....	64
7.2.2	<i>Markedsverdi gjeld</i> .....	64
7.2.3	<i>Egenkapitalkostnad</i> .....	64
7.2.4	<i>Gjeldskostnad</i> .....	64
7.2.5	<i>WACC</i> .....	66
<b>8.</b>	<b>Verdiberegning</b> .....	<b>67</b>
<b>9.</b>	<b>Sensitivitetsanalyse</b> .....	<b>68</b>
<b>10.</b>	<b>Relativ verdsettelse</b> .....	<b>70</b>
10.1	<i>P/E</i> .....	70
10.2	<i>P/B</i> .....	71
10.3	<i>EBIT/KG</i> .....	71
10.4	<i>Oppsummering relativ verdsettelse</i> .....	72
<b>11.</b>	<b>Verdiestimering</b> .....	<b>73</b>
<b>12.</b>	<b>Konklusjon</b> .....	<b>73</b>
<b>13.</b>	<b>Kritikk til oppgaven</b> .....	<b>74</b>
<b>Referanser</b> .....		<b>75</b>
<i>Bøker</i> .....		75
<i>Nyhetsartikler og nettsider</i> .....		75
<i>Rapporter</i> .....		77
<i>Lover og forskrifter</i> .....		79

# Figurer, formler og tabeller

## Figurer

Figur 1: Oversikt over selskapet.....	5
Figur 2: Oversikt over top 10 selskaper i Norge og Storbritannia.....	8
Figur 3: Største selskaper med tanke på slaketevolum 2021.....	8
Figur 4: Global eksport og import av atlantisk lask.....	9
Figur 6: Strategisk analyse, basert på innhold i kapittel 4.....	20
Figur 7: Trafikklyssystemet, kart over produksjonssoner.....	23
Figur 8: NOK i forhold til USD, april 2017-april 2023.....	25
Figur 9: Historisk laksepris, hentet fra Fish Pool.....	26
Figur 10: Historisk styringsrente.....	27
Figur 11: Prisindeks av lask i forhold til andre proteinkilder.....	33
Figur 12: Totalkapitalrentabilitet, 2018-2022 (tall hentet fra selskapenes årsrapporter).....	41
Figur 13: Egenkapitalrentabilitet, 2018-2022 (tall hentet fra selskapenes årsrapporter).....	42
Figur 14: Driftsmargin, 2018-2022 (tall hentet fra selskapenes årsrapporter).....	43
Figur 15: Likviditetsgrad 1, 2018-2022 (tall hentet fra selskapenes årsrapporter).....	45
Figur 16: Likviditetsgrad 2, 2018-2022 (tall hentet fra selskapenes årsrapporter).....	46
Figur 17: Egenkapitalprosenten, 2018-2022 (tall hentet fra selskapene årsrapporter).....	47
Figur 18: Forward laksepris NOK/KG (hentet fra Fish Pool).....	49
Figur 19: Regresjonsanalyse av SalMar.....	61

## Formler

Formel 1: Netto nåverdi.....	10
Formel 2: Netto nåverdi.....	10
Formel 3: Fri kontantstrøm til egenkapital.....	11
Formel 4: Kapitalverdimodellen.....	12
Formel 5: Regresjonsanalyse.....	14
Formel 6: Regresjonsbeta.....	14
Formel 7: Bottom-up beta.....	14
Formel 8: Fri kontantstrøm til totalkapitalen.....	16
Formel 9: WACC.....	16
Formel 10: Gjeldskostnad før skatt.....	17
Formel 11: Terminalverdi.....	17
Formel 12: P/E-multiplikator.....	18
Formel 13: P/B-multiplikator.....	19
Formel 14: EBIT/KG-multiplikator.....	19
Formel 15: Totalkapitalrentabilitet.....	41
Formel 16: Egenkapitalrentabilitet.....	42
Formel 17: Driftsmargin.....	43
Formel 18: Likviditetsgrad 1.....	44
Formel 19: Likviditetsgrad 2.....	45
Formel 20: Egenkapitalprosent.....	46
Formel 21: Investeringer (CapEx).....	56
Formel 22: Vektet gjennomsnittlig skattesats.....	58
Formel 23: Justert beta.....	63
Formel 24: Estimert avkastningskrav til egenkapital.....	63



Formel 25: Avkastningskrav til total kapital .....	66
Formel 26: Nåverdi av terminalverdi .....	67

## Tabeller

Tabell 1: Oppsummering VRIO-analyse.....	38
Tabell 2:Oppsummering av SWOT-analysen. ....	39
Tabell 3: Estimert laksepris 2023-2027 .....	49
Tabell 4: Historisk slaktevolum .....	50
Tabell 5: Estimert slaktevolum 2023-2027 .....	50
Tabell 6: Historisk VAP (inntekt i mNOK) .....	51
Tabell 7: Estimerte driftsinntekter 2023-2027 .....	51
Tabell 8: Historisk varekostnad (tall hentet fra årsrapportene til SalMar) .....	52
Tabell 9: Estimerte varekostnader 2023-2027.....	52
Tabell 10: Historiske lønnskostnader (tall hentet fra årsrapportene til SalMar).....	53
Tabell 11: Estimerte lønnskostnader 2023-2027.....	53
Tabell 12: Historiske andre driftskostnader (tall hentet fra årsrapportene til SalMar) .....	53
Tabell 13: Estimerte andre driftskostnader 2023-2027 .....	54
Tabell 14: Oppsummering estimerte driftskostnader 2023-2027 .....	54
Tabell 15: Estimert EBITDA 2023-2027 .....	54
Tabell 16: Estimert produksjonsavgift 2023-2027 .....	55
Tabell 17: Historiske avskrivninger (tall hentet fra årsrapportene til SalMar) .....	55
Tabell 18: Estimerte avskrivninger 2023-2027 .....	56
Tabell 19: Historiske netto investering (CapEX) .....	56
Tabell 20: Investeringer (CapEx).....	<b>Feil! Bokmerke er ikke definert.</b>
Tabell 21: Estimerte netto investeringer (CapEx) 2023-2027.....	57
Tabell 22: Historisk arbeidskapital (tall hentet fra årsrapportene til SalMar) .....	57
Tabell 23: Estimert arbeidskapital 2023-2027 .....	57
Tabell 24: Estimert fri kontantstrøm til total kapitalen .....	59
Tabell 25: Regresjonsbeta for SalMar og de sammenlignbare selskapene.....	62
Tabell 26: Justert levered beta for SalMar .....	62
Tabell 27: Avkastningskrav til egenkapital.....	63
Tabell 28: Markedsverdi egenkapital .....	64
Tabell 29: Markedsverdi gjeld .....	64
Tabell 30: Historisk gjeldkostnad (tall hentet fra årsrapportene til SalMar) .....	65
Tabell 31: Standardisert tabell for påslag av misligholdrisiko .....	65
Tabell 32: SalMars rentedekningsgrad.....	65
Tabell 33: Estimert nåverdi av fremtidige kontantstrømmer til total kapitalen, 2023-2037 .....	67
Tabell 34: Verdiberegning .....	67
Tabell 35: Verdi per aksje .....	68
Tabell 36: Sensitivitetsanalyse for terminalvekst og WACC .....	68
Tabell : Sensitivitetsanalyse; Laksepris og slaktevolum .....	69
Tabell : Sensitivitetsanalyse; Skatt.....	70
Tabell 39: P/E- og P/B-multiplikator for SalMar og sammenlignbare selskaper .....	70
Tabell 40: Estimert aksjepris, P/E .....	71
Tabell : Estimert aksjepris, P/B.....	71
Tabell : EBIT/KG-multiplikator.....	71
Tabell 43: Estimert aksjepris fra relativ verdsettelse .....	72
Tabell 44: Endelig aksjeverdi, vektet av fundamental og relativ verdsettelse.....	73

# 1. Innledning

## 1.1 Valg av oppgave

I denne bacheloroppgaven vil vi anvende det vi har lært gjennom vårt treårige studieløp innen økonomi og administrasjon. Verdsettelse er et sentralt og utbredt tema fra pensum. Ved valget av verdsettelse får vi mulighet til å vise mye kunnskap samtidig som vi får tilegnet oss ny kunnskap.

Havbruksnæringen med oppdrett av laks utgjør en stor andel av norsk økonomi og eksport. Trolig vil oppdrettsnæringen kunne fungere som en mulig arvtaker etter olje og gass, som siden 1969 har hatt stor innvirkning på norsk økonomi. Innføringen av en uviss grunnrenteskatt i 2023 vil også påvirke næringen. Vi syntes det vil være interessant å se på hvilke konsekvenser innføringen vil ha for bransjen og norsk økonomi. På bakgrunn av dette ønsket vi å verdsette et oppdrettsselskap. Valget falt da på SalMar ASA, på bakgrunn av at de er en pioner innen havbasert oppdrett. Vi ønsker å utforske hvilke fortrinn SalMar vil ha i fremtiden med hensyn til deres utvikling av teknologi og innovasjon.

## 1.2 Problemstilling

Formålet med vår oppgave er å estimere SalMar ASAs verdi målt i norske kroner per aksje. Denne verdien vil være grunnlaget for handlingsanbefalingen vi gjør. Vi har dermed valgt følgende problemstilling:

*«Hva er verdien av SalMar ASA våren 2023?»*

## 1.3 Avgrensning

Med unntak av Bakkafrost, fører SalMar og de sammenlignbare selskapene deres regnskap i norske kroner (NOK). Priser og tall i oppgaven vil dermed bli ført i valutaen NOK.

Regnskapsmessige tall som er knyttet til verdiestimeringen er gitt i millioner, med unntak av den endelige verdiberegningen i tabell 35. Slaktevolum er oppgitt i tonn.

# 1. Presentasjon av SalMar og oppdrettsnæringen

Dette kapittelet vil være todelt. I første del vil vi presentere SalMar. Vi vil gå gjennom selskapets historie og hvordan de har utviklet seg siden oppstart. SalMars visjoner og mål, selskapsstruktur og verdikjede vil også blir gjennomgått i den første delen av kapittelet. I den andre delen vil vi presentere bransjen SalMar opererer i. Her vil vi diskutere drivere for tilbud og etterspørsel, hvordan lakseprisen har utviklet seg, aktører i markedet, markedssituasjon samt bransjens fremtidige vekst og utsikter.

## 2.1 SalMar ASA

### 2.1.1 Historie og utvikling

SalMar ASA ble etablert i februar 1991 på Frøya i Sør-Trøndelag av Gustav Witzøe, da han overtok et konkursbo som besto av én konsesjon for lakseoppdrett og en fabrikk for slakting og bearbeiding av hvitfisk. På denne tiden var norsk oppdrettsnæring i en svært urolig periode. Det var stor overproduksjon av oppdrettslaks og prisene sank drastisk, noe som førte til store økonomiske tap og konkurs for enkelte selskap. Denne overproduksjonen, og konkursen av Fiskeoppdretternes Salgslag AL førte til at oppdrettsselskapene måtte prosessere og videreforedle fisken på egenhånd, i motsetning til tidligere, da mesteparten av laksen ble eksportert som fersk eller frossen rund sløyd fisk. Dette skapte betydelige strukturendringer i den norske oppdrettsnæringen som førte SalMar og andre oppdrettsselskaper inn i en industriell utvikling.

I dag har SalMar utviklet seg til å bli en av verdens største og mest effektive produsenter av laks. De er nå et vertikalt integrert oppdrettskonsern som står for hele verdikjeden selv. Dette innebærer bruk av stamfisk som produserer rogn helt til salg av ferdig foredlet laks. SalMar har vært gjennom en fabelaktig utvikling siden oppstart og har gått fra å være et lite selskap med én laksekonsesjon i Norge til å være et internasjonalt oppdrettskonsern med aktiviteter i Norge, Island og Skottland og salgskontorer lokalisert i Asia.

## **Historisk tidslinje 1991-2023**

Fra 1991 til 2000 var fokuset i SalMar på å skape et solid grunnlag for selskapet og jobbe mot å bli større. I 1992 ble det kjøpt to konsesjoner for lakseoppdrett i Midt-Norge. På denne tiden var hovedvirksomheten bearbeiding av frossen laks, men i 1995 kjøpte de Follasmolt i Nord-Trøndelag og startet med produksjon av settefisk. I oppstartsåret 1991 ble Kverva Holding AS etablert som et holdingselskap for eierskapet i SalMar ASA, som senere ble eeneier av selskapet i 1997. Samme år ønsket de å øke foredlingskapasiteten og utvidet fabrikken på Frøya. I år 2000 ekspanderte SalMar til Nord-Norge hvor de etablerte seg i Tromsø ved kjøp av 49% av aksjene i Senja Sjøfarm AS, bestående av ni konsesjoner og et eget settefiskanlegg. I løpet av dette året slaktet de for totalt 11 000 tonn sløyd vekt.

I 2001 etablerte SalMar seg utenlands gjennom Norskott Havbruk AS, hvor SalMar og Lerøy Seafood Group eier 50% hver av aksjene. Norskott Havbruk er eeneier av Scottish Sea farms Ltd., som er den nest største lakseprodusenten i Storbritannia. Noen år senere økte SalMar fokuset og innsatsen knyttet til oppdrett, slakting og foredling av laks, og solgte ut de delene som ikke ble betraktet som kjernevirksomhet i 2005.

I løpet av de fem neste årene var selskapet i stor vekst og kjøpte hele 23 lakseoppdrett konsesjoner og to settefiskanlegg. Allerede i 2006 slaktet SalMar for totalt 44 000 tonn i sløyd vekt, en firedobling fra år 2000. Dette året foretok Kverva Holding AS et nedsalg av 42,5% av aksjene til norske og internasjonale investorer. Samme år kjøpte SalMar resten av aksjene i Senja Sjøfarm AS og ble eeneier av selskapet. Senja Sjøfarm AS endret senere navn til SalMar Nord AS, som nå inkluderer alle SalMars aktiviteter i Troms. Den 8. mai 2007 ble SalMar ASA notert på Oslo Børs hovedliste.

SalMar fortsatte å vokse og utvide selskapet. De neste årene bestod av flere oppkjøp av selskaper og nye laksekonsesjoner. I 2011 ferdigstilte de InnovaMar på Frøya, et av verdens mest innovative og kostnadseffektive anlegg for bearbeiding av laks. SalMar fikk i 2015 prinsipiell godkjennelse av havmerden de planla å bygge. I forbindelse med dette ble selskapet Ocean Farming AS etablert med målsetting om å utvikle havbasert fiskeoppdrett. SalMar var den første norske produsent som ble tildelt utviklingstillatelser for havbruk, og Ocean Farm 1 ble deretter bygget og fraktet til Frohavet utenfor Trøndelagskysten høsten

2017. Dette er verdens første havmerd som ble utviklet med hensikt å teste ut hvordan havbruk kan vokse på en bærekraftig måte.

I de siste årene har SalMar økt fokuset på miljø og bærekraft, og jobber mot det grønne skiftet. Ressursproduktiviteten må bli høyere og klimagassutslippet lavere. SalMar ville derfor begynne å utnytte havet for fiskeoppdrett da det krever mindre ressurser og er mer klimavennlig enn husdyrhold på land. I 2021 inngikk de et strategisk samarbeid med Aker for å etablere et globalt offshore oppdrettsselskap; SalMar Aker Ocean AS. Selskapet har som mål å produsere 150 000 tonn laks årlig innen utgangen av 2030 under gode forhold og på laksens betingelser. SalMar sikret seg også grønn finansiering i 2021 da de utstedte selskapets første grønne obligasjoner. I slutten av 2022 økte SalMar posisjonen sin til å bli verdens nest største lakseprodusent gjennom sammenslåing med NTS, NRS og SalmoNor.

### 2.1.2 Selskapsstruktur

SalMar har flere datterselskaper hvor de eier 100% av selskapene. Disse datterselskapene arbeider og er spesialisert innenfor forskjellige deler av SalMars verdikjeden. SalMar eier aksjer i en betydelig stor andel selskaper. SalMar ASA eier blant annet 51,02% av Icelandic Salmon AS, som er den største lakseprodusenten på Island, og 50% av Norskott Havbruk AS, hvor Lerøy Seafood Group ASA eier de resterende 50% (SalMar, 2023a). Scottish Sea Farms Ltd. er et stort lakseoppdrett-selskap som opererer i Skottland. Norskott Havbruk eier 100% av dette selskapet.

De største aksjonere til SalMar er Kverva Industrier AS, NTS ASA, Folketrygdfondet, State Street Bank And The Trust Comp med henholdsvis 41, 27%, 9,43%, 3,91% og 1,68% aksjeholdning (SalMars 2023a). Kverva Industries AS som eier de fleste aksjene i SalMar, er et norsk investeringsselskap. Kvar AS eier det meste av dette selskapet, hvor Gustav Magnar Witzøe har en eierandel på 98,224%. NTS ASA er et selskap som tilbyr alle typer transportoppdrag innenfor havbruksnæringen. Folketrygdfondet er et forvaltningsselskap som forvalter Statens pensjonsfond Norge. State Street Bank And Trust Comp er et tillitsselskap med base i Massachusetts.



Figur 1: Oversikt over selskapet.

SalMar deler virksomheten sin inn i fem segmenter, Fiskeoppdrett Midt-Norge, Fiskeoppdrett Nord-Norge, Icelandic Salmon, SalMar Aker Ocean og Salg og Industri. Segmentet, Fiskeoppdrett Midt-Norge utgjør SalMars største segment og opererer i konsernets virksomhetsområder i Trøndelag og Møre og Romsdal. Fiskeoppdrett Nord-Norge utgjør SalMars virksomhet i Troms og Finnmark. SalMar eier som sagt tidligere 51,02% av Icelandic Salmon. Icelandic Salmon er et fullt vertikalt integrert selskap, og er den største foredleren og produsenten av oppdrettslaks på Island. SalMar Aker Ocean, hvor SalMar eier 85%, er et selskap som spesialiserer seg innen havoppdrett. Salg og Industri segmentet selger all fisken som konsernet høster i Norge. InnovaMar og Vicenco i Midt-Norge og InnovaNor i Nord-Norge er innhøstnings- og prosessanlegg (SalMar).

### 2.1.3 Verdikjede

SalMar kontrollerer alle ledd i sin verdikjede og er et såkalt vertikalt integrert selskap (SalMar). Dette betyr at de gjennomfører hele prosessen fra smoltproduksjon til salg og distribusjon. Med styring av hele verdikjeden er SalMar mindre avhengig av andre eksterne selskaper. De har bedre kontroll over drift, og derfor en mer stabil produksjon og en bedre kommunikasjon mellom alle leddene i verdikjeden.

Tilgangen på smolt av høy kvalitet er avgjørende for å kunne lykkes gjennom hele verdikjeden. SalMar produserer smolt og yngel i Norge i to forskjellige anlegg, og har i tillegg et rognkjeksanlegg (SalMar). I dag har SalMar god tilgang på smolt av høy kvalitet, hvor omtrent hele smoltproduksjonen deres går til deres egne fiskeanlegg.

SalMar sitt slakte og foredlingsanlegg InnovaMar har satt seg et mål og å være verdens mest effektive og innovative anlegg for slakt og foredling av laks. Laksen som SalMar produserer selges av deres eget salgsapparat, i tillegg gjennom samarbeidspartnere (SalMar). Nærhet til kunder og marked er viktig for SalMar for å sikre god utnyttelse av et produkt av høy kvalitet som er et resultat av en kontrollert og effektiv produksjon.

## 2.2 Bransjen

Oppdrettsbransjen hadde sin oppstart på slutten av 1900-tallet. Næringen var da preget av mange små selskaper. Bransjen har vokst betydelig siden oppstart og frem til i dag. I dag består bransjen av et mindre antall aktører som er store. Dette er grunnet begrenset antall konsesjoner som har ført til konsolidering og fusjoner mellom aktører. I dag knytter oppdrettsbransjen relasjoner mellom land, skaper verdi og er en viktig del av Norges eksport. De største aktørene innen oppdrettsbransjen holder til i Norge, Chile, Scotland, Canada og Færøyene. Disse står for til sammen over 90% av produksjonen av laks i verden.

### 2.2.1 Drivere for etterspørsel

FN anslår at verdens befolkning vil øke til rundt 8,5 milliarder i 2030. En økt befolkningsvekst vil føre til mer etterspørsel i betydelig mange sektorer, også næringssektoren. En viktig driver for etterspørsel etter laks er etterspørselen etter sunn og næringsholdig mat. Antallet eldre mennesker i verden øker, og de er opptatt av helse og sunn mat. Laks er en næringsholdig proteinkilde, som inneholder flere vitaminer og er rik på omega-3-fettsyrer (Laksefakta, 2021).

Lakseoppdrett er en effektiv og klimavennlig prosess. Stadig flere er opptatt av miljø, klimautslipp og hvilke konsekvenser produktets verdikjede har for miljøet. Oppdrett av laks har et mindre CO<sub>2</sub>-utslipp sammenlignet med produksjon av kjøtt (Laksefakta, 2021). En slik sammenligning vil gjøre laksen mer attraktiv. Næringen arbeider også med å utvikle mer miljøvennlige prosesser for å produsere laksen.

### 2.2.2 Drivere for tilbud

Begrensninger og reguleringer påvirker det fremtidige tilbudet av laks. I Mowis lakseoppdretts industrihåndbok skriver de at tilbudet av atlantisk laks vil være relativt stabilt

på 4% de neste årene (Mowi, 2022, s.27). Grunnen til det lave tilbudet er at næringen har nådd et nivå hvor de biologiske grensene blir presset. For å skape et høyere tilbud er næringen avhengig av utvikling av teknologi og innovasjon. Satsing på hav- og landbasert oppdrett kan være en mulig løsning på det. Flere selskaper har hatt suksess med dette, noe vi vil komme tilbake til senere i oppgaven.

Begrenset oppdrettsareal langs kysten med gunstige forhold setter også hindringer for høyere tilbud. Det er begrenset med områder som tillater oppdrett av laks med tanke på havstrømmer og temperatur. En løsning på dette vil være landbasert oppdrett. Atlantic Sapphire er et oppdrettsselskap som har hovedfokus på landbasert oppdrett, noe de har hatt stor suksess med.

### 2.2.3 Lakseprisen

Lakseprisen styres primært av tilbud og etterspørsel og settes etter disse faktorene i markedet. Lakseprisen kjennetegnes som volatil. Produksjonen av laksen på kort sikt er vanskelig å justere, på grunn av at produksjonen skjer over et tidsrom på tre år. Mengden laks som leveres er derfor ikke justerbar. Etterspørselen på den andre siden endrer seg og er for det meste sesongbasert. Dette er den største grunnen til at lakseprisen er volatil (Mowi, 2022, s.45).

### 2.2.4 Aktører i markedet/Konkurrenter

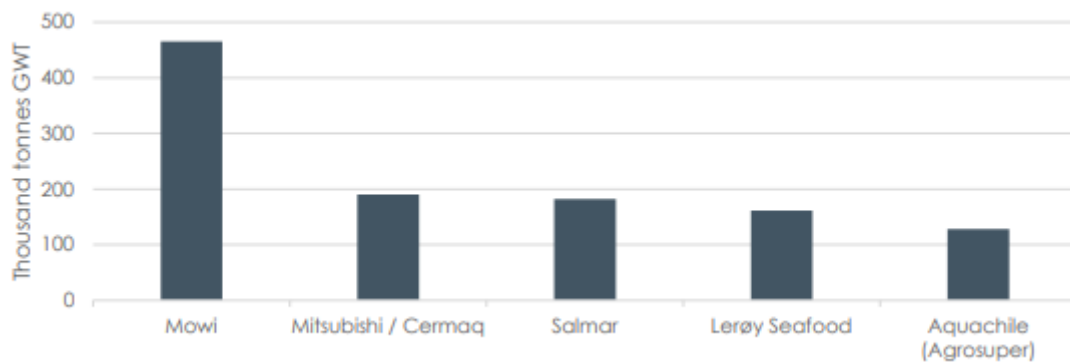
Konkurransen i markedet består av små og store bedrifter, men domineres av flere større aktører. Øverst i bransjen troner store selskaper som Mowi, SalMar, Lerøy, Bakkafrost og Grieg Seafood, og er blant de som produserer og selger mest laks i Norge.

I en verdsettelse er det essensielt å vurdere selskapet som verdsettes opp mot andre selskaper i samme bransje. Valget av sammenlignbare selskaper har vi basert på tre kriterier. Det første kriteriet er at selskapet må være børsnotert på Oslo børs. Dette gjør det lettere å sammenligne, da det settes samme betingelser angående offentliggjøring av informasjon rundt økonomi og drift. Det andre kriteriet er at selskapet skal være relativt likt SalMar i størrelse. Grunnet dette kriteriet har vi utelukket Mowi, ettersom det er et betydelig større selskap. Det siste kriteriet er at selskapene bør ha en full vertikal integrert verdikjede i likhet med SalMar.



Top 10 - Norway		H.Q.	Top 4 - United Kingdom		H.Q.
	Company	GWT	Company	GWT	
1	Mowi	273,000	Mowi	64,500	
2	Salmar	170,500	Scottish Sea Farms***	46,000	
3	Lerøy Seafood	161,500	Bakkafrost	30,000	
4	Mitsubishi / Cermaq	92,000	Cooke****	26,000	
5	NTS**	70,000			
6	Grieg Seafood	61,000			
7	Nova Sea	43,500			
8	Nordlaks	35,000			
9	Alsaker Fjordbruk	34,000			
10	Sinkaberg-Hansen	33,000			

Figur 2: Oversikt over top 10 selskaper i Norge og Storbritannia

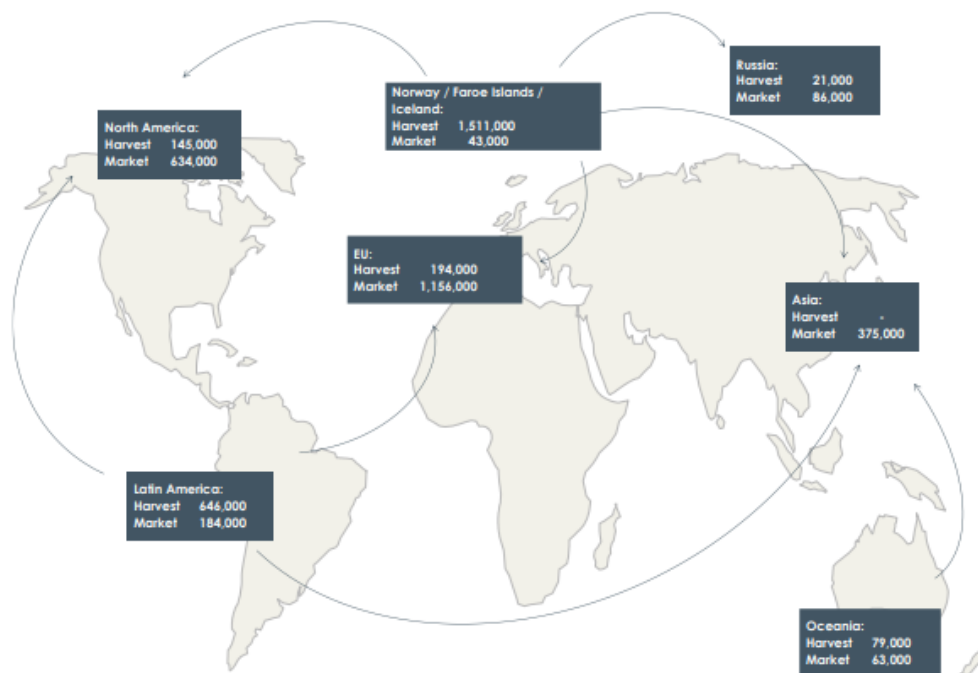


Figur 3: Største selskaper med tanke på slaktevolum 2021

Med dette tatt i betraktning har vi valgt å bruke Bakkafrost, Grieg og Lerøy som sammenlignbare selskaper. Vi mener at disse selskapene har flest likhetstrekk med SalMar.

### 2.2.5 Markedssituasjon

Figur 4 illustrerer markedet og hvor i verden det importeres og eksporteres mest laks fra. Norge eksporterer for det meste laks til Europa og Asia. (Mowi, 2022, s.40). De største produsentene i verden er Norge, Island, Færøyene og Latin-Amerika. Mowi skriver i sin håndbok at Kontali Analyse forventer at tilbudet av laks vil ha en stabil vekst på 4% fremover i tid.



Figur 4: Global eksport og import av atlantisk lask

Koronapandemien og krigen i Ukraina har skapt problemer for markedet. Pandemien førte til en uvisshet i markedet, men flere selskaper har bevist under pandemien at de er rustet til å klare vanskelige situasjoner. Ringvirkningen etter pandemien ser ut til å ha gitt seg og markedet er på vei opp igjen.

### 2.2.6 Vekst og utsikter

Mowi skriver i sin håndbok, som sagt i kapittel 2.2.5, at Kontali Analyse forventer at tilbudet av laks vil vokse stabilt på 4% frem til 2026 (Mowi, 2022, s.27). Bakgrunnen for det lave tilbudet er at næringen har nådd et nivå hvor biologiske faktorer setter en stopper for fremtidig vekst. Tiltak må til for å redusere biologiske avtrykk for at bransjen skal kunne vokse. Gjennom utvikling av teknologi og innovasjon vil næringen kunne håndtere de biologiske faktorene.

Konsesjoner og lisenser som trengs for å drive med oppdrett i Norge setter en stopper for ekspansjon av oppdrett langs Norges kyst. Hav- og landbasert lakseoppdrett er noe som er på vei opp i markedet, og selskaper har allerede hatt suksess med utvikling innenfor dette. En

slik satsning er essensielt for at bransjen skal kunne vokse på lang sikt. Dette er noe vi vil gå nærmere innpå senere i oppgaven.

## 2. Verdssettelsesteori

Ved verdsettelse av et selskap er det flere ulike tilnærminger og metoder en kan bruke. I teoridelen vil vi presentere metodene for fundamental- og relativ verdsettelse og hvordan en kan bruke dem til å estimere en aksjepris.

### 3.1 Fundamental verdsettelse

En fundamental verdsettelse tar utgangspunkt i en fri kontantstrøm (DCF), hvor man regner ut nåverdien ved diskontering av forventede fremtidige kontantstrømmer (NPV). For å finne NPV bruker man et avkastningskrav til å beregne risikoen i forhold til kontantstrømmene over en gitt levetid til den eiendelen som blir verdsatt. For at nåverdien skal være positiv er eiendelen nødt til å ha en årlig avkastning som er høyere enn avkastningskravet. Dersom nåverdien er negativ, betyr det at investeringen vil ha negativ lønnsomhet og ikke bør gjennomføres. (Damodaran, 2012, s. 11-12) Formelen for å regne ut NPV er illustrert i formel 1.

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

*Formel 1: Netto nåverdi*

*NPV* = netto nåverdi

*CF* = kontantstrøm

*n* = levetiden til eiendelen

*t* = periode

*r* = avkastningskrav

Ifølge Damodaran benytter virksomheter seg av mange ulike DCF-metoder, med forskjellige meninger om hvilke som er best. Likevel kan vi dele det opp i to metoder; egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden.

## 2.1.1. Egenkapitalmetoden

### 3.1.1.1 Kontantstrøm til egenkapitalen

Egenkapitalmetoden brukes for å beregne verdien av selskapets egenkapital. Dette gjøres ved å regne ut fri kontantstrøm til egenkapital, også kjent som FCFE (Free Cash Flow to Equity). Hensikten med modellen er å finne ut hvor mye egenkapital selskapet har til rådighet, som potensielt kan bli utbytte til eierne etter at selskapet har møtt reinvesteringskravet for fremtidig vekst (Damodaran, 2012, s. 351). Utregningen av FCFE vises i formel 3.

### **Egenkapitalmetoden**

	<u>Årsresultat</u>
+	Avskrivninger
-	Investeringer
+/-	Endring i arbeidskapital
+/-	<u>Endring i gjeld</u>
=	<u><u>Fri kontantstrøm til egenkapitalen</u></u>

*Formel 3: Fri kontantstrøm til egenkapital*

Ifølge egenkapitalmetoden tar man årsresultatet og legger til avskrivninger. I regnskapet føres avskrivninger som en kostnad, men ettersom de bare skal representere verditapet av varige driftsmidler, blir det ikke ansett som et likviditetstap og må derfor legges til for å kunne beregne kontantstrømmen som tilfaller egenkapitalen. Investeringer føres som et negativt tall i kontantstrømmen da det er knyttet til kjøp av varige driftsmidler. Differansen mellom disse kalles for nettoinvesteringer, og indikerer selskapets vekst. Et selskap med høy vekst vil vanligvis ha høye nettoinvesteringer i forhold til resultatet.

Videre må kontantstrømmen justeres for endring i arbeidskapital. Dette er differansen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Hvis for eksempel et selskap øker varelageret sitt, vil det kreve kapital og føre til et likviditetstap som må trekkes fra i kontantstrømmen. Dersom det forekommer en reduksjon i varelageret, vil det være en positiv endring i arbeidskapitalen. Til slutt må det justeres for endring i gjeld i kontantstrømmen. Dette tallet er differansen mellom gjeldsnedbetalinger og opptak av gjeld, og forteller hvor mye kapital som er anskaffet (Damodaran, 2012, s.351-352).

### 3.1.1.2 Avkastningskrav til egenkapitalen

Kapitalverdimodellen, også kjent som CAPM (Capital Asset Pricing Model) er mest brukt for å finne forventet avkastning på egenkapitalen tilknyttet en eiendel eller et prosjekt. Formålet med modellen er å sørge for at investorene får kompensasjon for den systematiske risikoen. Desto høyere risikoen er, jo mer avkastning skal investoren få. CAPM gir et godt egnet avkastningskrav fordi den også tar hensyn til den alternative avkastningen en investor kan få ved å plassere kapitalen i en annen investering med samme risikonivå (Damodaran, 2012, s. 65-68). Formel 4 viser utregningen av kapitalverdimodellen.

$$r_e = r_f + \beta_i (r_m - r_f)$$

$r_e$  = Forventet avkastning  
 $r_f$  = Risikofri rente  
 $\beta_i$  = Beta  
 $(r_m - r_f)$  = Markedets risikopremie

Formel 4: Kapitalverdimodellen

Som vi ser i formelen bygger CAPM hovedsakelig på 3 parametere; rente, beta og markedets risikopremie.

#### **Risikofri rente**

I CAPM er den første faktoren den risikofrie renten. Når man skal vurdere investeringsrisiko, begynner man med å se på investeringer som er risikofrie i forhold til den investeringen som skal gjøres. For investorene representerer dette tallet et minimumskrav for avkastning på investeringen. Ifølge Damodaran er det to krav som må oppfylles for at en eiendel er risikofri. Det første kravet er at misligholdsrisiko ikke kan være til stede. Dette eliminerer verdipapirer utstedt av private aktører, da alle selskaper uavhengig av størrelse og omdømme innehar en viss grad av misligholdsrisiko. Da sitter man igjen med statlige utstedte verdipapirer, hvor de kan love forventet avkastning under nominelle vilkår, ettersom de vanligvis kontrollerer pengetrykningen i sin stat. Det andre kravet er at reinvesteringsrisiko heller ikke kan være til stede, slik at forventet avkastning reflekterer den reelle avkastning. Da er det viktig at den risikofrie renten reflekterer tidshorizonten til de genererte kontantstrømmene (Koller, Goedhart & Wessels, 2005, s. 302).

Ved estimering av forventet avkastning bør risikofri rente også være konsistent med måten kontantstrømmene er målt på (Damodaran, 2012, s. 156). Basert på teorien om kjøpekraftsparitet (Purchasing Power Parity) er det klart at valutaen påvirker valget av risikofri rente, slik at den reflekterer forskjeller i forventet inflasjon. Bruken av feil valuta og statsobligasjoner vil føre til risiko basert på feil inflasjonsforventninger. Det er også viktig å vurdere om nominelle eller reelle rentesatser skal brukes. Ved lave inflasjonsforventninger vil en nominell rente være naturlig å benytte, men dersom inflasjonen er ustabil eller høy, vil en reell rente være mer passende for å reflektere virkeligheten. I verdsettelse er det mest vanlig å bruke norsk 10-årig statsobligasjoner som risikofri rente.

### **Beta**

Systematisk risiko, også kalt markedsrisiko, er risikoen som gjelder for hele markedet. Den er ikke-diversifiserbar og vil påvirke alle eiendelene i en portefølje. Risikoen måles ved hjelp av beta ( $\beta$ ), som sier noe om hvor sensitiv verdipapirene er i forhold til en markedsportefølje (markedsindeks). Dersom beta ligger på 1, vil det si at aksjen beveger seg i takt med markedet. En aksje med beta høyere enn 1 vil ha en sterkere kurssvingning enn markedsindeksen, som betyr høyere risiko. Med en beta på 0-1 vil aksjen fortsatt svinge i lik retning som markedsindeksen, men med lavere styrke og dermed ha lavere risiko. Dersom aksjen derimot har negativ beta, vil den bevege seg i motsatt retning av markedet (Brealey et al., 2017, s. 181).

Damodaran tar for seg tre ulike tilnærminger ved utregning av beta; historisk beta, fundamental beta og regnskapsbeta. Sistnevnte inneholder skjevheter ved beregningen, har færre antall observasjoner og blir påvirket av faktorer som ikke er direkte knyttet til driften. Derfor velger vi å kun ta for oss de to første tilnærmingene.

Historisk beta, også kjent som *regresjonsbeta*, er en statistisk metode som ofte anvendes i verdsettelse for å måle selskapets avkastning i forhold til markedsporteføljens avkastning. Dette gjøres ved hjelp av en regresjonsanalyse som baserer seg på historiske tall fra selskapet og markedsindeksen. I teorien vil en indeks som inkluderer alle aksjene i det aktuelle markedet være optimal, men i praksis bruker man ofte aksjeindekser som OSEBX eller S&P 500 som et representativt utvalg for markedet (Damodaran, 2012, s. 183). Formel 5 nedenfor viser hvordan vi beregner en regresjonsanalyse.

$$R_j = a + b R_m$$

$R_j =$  Aksjeavkastning

$a =$  Skjeringspunkt

$b =$  Stigningstall

$R_m =$  Markedsavkastning

*Formel 5: Regresjonsanalyse*

Her er beta illustrert som stigningstallet  $b$ , og forteller oss hva den gjennomsnittlige endringen til aksjeavkastningen er dersom indeksavkastningen endres med én enhet. Videre har vi formelen for regresjonsbeta.

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

*Formel 6: Regresjonsbeta*

En annen måte å regne ut beta på, er ved *fundamental beta*, som baserer seg på de fundamentale faktorene i et selskap. Ifølge Damodaran bestemmes selskapets beta av tre variabler; virksomhetsområde, driftsmakt og gjeldsgrad. Etersom beta måler risikoen til et selskap i forhold til markedet, vil mer uforutsigbare industrier føre til en høyere beta. Driftsmakt dreier seg om forholdet mellom faste kostnader og totale kostnader. Selskaper med stor andel faste kostnader vil ha høy driftsmakt, noe som gir varierende driftsresultater og dermed føre til høyere beta. Gjeldsgraden viser hvor mye av selskapets kapital som er vektet av gjeld. En økning i gjeldsgraden vil som oftest føre til høyere beta, da det kan være kostbart for selskapet i dårlige perioder, men lønnsomt i gode perioder (Damodaran, 2012, s. 193-195).

Vi regner ut den fundamentale betaen trinnvis og vil ende opp med en bottom-up beta. Denne metoden tar utgangspunkt i gjennomsnittlige målinger fra sammenlignbare selskaper for å beregne en beta giret av egen gjeldsgrad og skattesats. Etter å ha identifisert hvilken bransje selskapet er i, bruker vi konkurrentenes regresjonsbetaer for å beregne gjennomsnittsbeta. Videre beregnes en unlevered beta, hvor vi bruker gjennomsnittet av konkurrentenes finansielle vekting til å gire ned den gjennomsnittlige regresjonsbetaen. Deretter girer vi opp

betaen med selskapets finansielle vekting og ender opp med en levered beta (Damodaran, 2012, s. 197).

$$\text{Unlevered } \beta_{\text{bransjen}} = \frac{\beta_{\text{sammenlignbare selskaper}}}{[1 + (1 - t)(D/E_{\text{sammenlignbare selskaper}})]}$$

$$\text{Levered } \beta_{\text{selskapet}} = \text{Unlevered } \beta_{\text{bransjen}} [1 + (1 - t)(D/E_{\text{selskapet}})]$$

## Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er differansen mellom forventet avkastning til markedsporteføljen og den risikofrie renten. Hensikten med risikopremien er å kompensere investorene for den ekstra risikoen de påtar seg ved å investere. Markedsrisikopremien estimeres ved å se på historisk data fra markedet og hvilke gjennomsnittsatser analytikere og investorer har anvendt i tidligere perioder. PWC gjennomfører årlig en undersøkelse på risikopremien i det norske markedet i samarbeid med Forening for Finansfag Norge (FFN). Ifølge rapporten for 2022 var gjennomsnittet på 4,9% mens medianen har vært stabil på 5% de siste 10 årene. For de 40 selskapene med størst markedsverdi på Oslo Børs var den implisitte risikopremien 6% i 2022 og har hatt et gjennomsnitt de siste seks årene på 5,9%. Rapporten viser også til at flere mener innføringen av grunnrenteskatt på havbruk vil føre til en økning i markedsrisikopremien (PWC, 2022, s. 5-11).

### 3.1.2 Totalkapitalmetoden

#### 3.1.2.1 Kontantstrøm til totalkapitalen

For å finne selskapets totale verdi, og ikke bare verdien av egenkapitalen, anvendes totalkapitalmetoden. Denne kontantstrømberegningen tar i tillegg til eierne, også hensyn til interessentene, som for eksempel leverandører og kreditorer. I formel 8 under vises utregningen av kontantstrøm til totalkapitalen, hvor forskjellen er at man ved denne metoden ser bort fra netto gjeld.



## Totalkapitalmetoden

	<u>Driftsresultat</u>
-	Skatt
+	Avskrivninger
-	Investeringer
+/-	<u>Endring i arbeidskapital</u>
=	<u><u>Fri kontantstrøm til totalkapitalen</u></u>

Formel 8: Fri kontantstrøm til totalkapitalen

### 3.1.2.2 Avkastningskrav til totalkapitalen

Videre er det viktig å bruke et avkastningskrav som gjenspeiler risikoen knyttet til totalkapitalen og ikke egenkapitalen. Avkastningskravet til totalkapitalen kan defineres som et vektet snitt av de ulike finansieringskildene til et selskap (Damodaran, 2012, s. 211).

Weighted Average Cost of Capital (WACC) er en tilnærming som brukes for å beregne totalkapitalkostnaden, og representerer den forventede samlede avkastningen på alle utestående aksjer og lånepapirer til et selskap (Brealey et al., 2017, s. 224). Ved å bruke WACC vil man få vektet egenkapital og gjeld på en måte som reflekterer selskapets faktiske kapitalstruktur, og er dermed godt egnet som risikomål.

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

$E$  = egenkapital

$D$  = gjeld

$V$  = totalkapital ( $E + D$ )

$r_e$  = egenkapitalkostnad

$r_d$  = gjeldskostnad

$t$  = skatt

Formel 9: WACC

Utrengingen av WACC er vist ovenfor i formel 9. For å finne en vektning justert etter selskapets kapitalstruktur multipliserer man gjelds- og egenkapitalgrader av selskapets markedsverdi med deres respektive kapitalkostnader. Den totale verdien av egenkapitalen til et selskap blir kalt for *markedsverdien* av egenkapitalen, og den finner man ved å multiplisere selskapets utestående aksjer med pris per aksje. Markedsverdien av gjelden indikerer investorers betalingsvilje for selskapets gjeld, men kan være vrient å definere ettersom

selskaper sjeldent oppgir slik informasjon. Dersom man ikke har tilgang på informasjonen som trengs, kan bokført verdi av gjeld brukes i stedet. Egenkapitalkostnaden ( $r_e$ ) er det selskapet krever i avkastning på en investering for å møte investorenes krav til avkastning på egenkapitalen og beregnes ved hjelp av CAPM.

Gjeldskostnaden ( $r_d$ ) er et mål på selskapets kostnader ved å låne midler for å finansiere prosjekter. Kostnadene utgjør renter som selskapet må betale på lånet, i tillegg til et risikotillegg for mislighold som utsteder vil kreve. Ettersom rentekostnader er fradragsberettiget, beregnes gjeldskostnaden etter skatt i WACC-modellen, for å ta hensyn til mulig skattefordel. Dette vil bidra til en lavere gjeldskostnad. Formel 10 viser utregningen av gjeldskostnad før skatt ( $r_d$ ).

$$\text{Gjeldskostnad før skatt} = \text{Risikofri rente} + \text{misligholdsrisiko}$$

*Formel 10: Gjeldskostnad før skatt*

For å finne misligholdsrisiko knyttet til selskapets gjeld kan vi se på selskapets utstedte obligasjoner og om kredittselskaper har kredittvurdert dem. Dersom denne informasjonen er vanskelig å innhente om selskapet, finnes det to alternativer. Man kan enten estimere en syntetisk kredittvurdering basert på selskapets finansielle forhold, eller så er et annet alternativ å se på selskapets lånehistorikk og lage en formening om hvor mye de betaler i renter.

### 3.1.3 Terminalverdi

Ettersom et prosjekt ikke varer evig, legges det til en terminalverdi ved slutten av investeringens levetid som reflekterer den evige kontantstrømmen fra det tidspunktet og fremover (Damodaran, 2012, s. 304). Dette gjelder for både kontantstrøm til egenkapitalen og til totalkapitalen. Det er flere måter å beregne terminalverdien på, men den stabile vekst modellen (Stable Growth Model) er den mest brukte. I denne modellen multipliseres den siste estimerte kontantstrømmen med en konstant vekst i uendelig tid. Deretter må kontantstrømmen diskonteres ved hjelp av et avkastningskrav, slik at vi finner nåverdien. Formel 11 under viser hvordan man beregner terminalverdien.

$$\text{Terminalverdi}_t = \frac{CF_t \times (1 + g)}{(r - g)}$$

*Formel 11: Terminalverdi.*

## 3.2 Relativ verdsettelse

En annen tilnærming for verdsettelse er relativ verdsettelse. Ved en relativ verdsettelse starter man ved å identifisere sammenlignbare eiendeler og hente deres respektive markedsverdier. Markedsverdiene konverteres til standardiserte verdier og på denne måten har man produsert prismultipler. Dette gjøres på grunn av at de absolutte prisene ikke kan sammenlignes. Den standardiserte verdien for eiendelen som analyseres, sammenlignes med standardiserte verdier for sammenlignbare eiendeler. Den andre delen av relativ verdsettelse er å finne sammenlignbare selskaper. Noe som kan være krevende er å finne selskaper som har slike sammenlignbare eiendeler. Ingen selskaper er identiske selv om de er i samme sektor og bransje, man er nødt til å finne selskaper som er mest like og sammenlignbare.

Vi vil i denne oppgaven bruke multiplene P/E, P/B og EBIT/KG. Det finnes en rekke flere multipler, men disse er noen av de mest anvendte. Kritisk bruk av multipler i relativ verdsettelse er viktig, ukritisk bruk kan fort føre til ukorrekte verdier. Verdien og resultatet av multipler er vanskelig å tyde om man ikke har noe å sammenligne de med. Videre skal vi ta for oss viktigheten ved å ha multiplene til andre sammenlignbare selskaper.

### 3.2.1 P/E

Multipel P/E står for price per earning, pris til fortjeneste på norsk. Pris til fortjeneste er et verdsettelsesmål som viser hva markedsverdien er i forhold til inntjeningen per aksje. Aksjens markedspris deles på selskapets resultat per aksje fra driften de siste 12 månedene. En høy P/E indikerer at markedet forventer at selskapet vil øke resultatet fremover, og betaler dermed mer for resultatet i dag. En lav P/E indikerer at markedet har mindre tro på at selskapets inntekter skal vokse, og slike aksjer kan anses som underpriset. Formel for P/E vises i formel 12.

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

*Formel 12: P/E-multiplikator*

### 3.2.2 P/B

Multipel P/B står for price to book value, pris til bok på norsk. Finner P/B ved å dividere pris per aksje på bokført verdi per aksje. P/B brukes for å sammenligne en aksjes markedsverdi med den bokførte verdien og forteller omtrent hvor mye en investor betaler for selskapets eiendeler, basert på historisk verdivurdering. En lav P/B kan indikerer at du får mange aksjer til en lav kurs. Formel for P/B vises i formel 13.

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

*Formel 13: P/B-multiplikator*

### 3.2.3 EBIT/KG

Den engelske uttrykket EBIT står på norsk for driftsresultat før renter og skatt. Med EBIT/KG-multipel kan vi vise hvor mye selskapet har tjent i forhold til hvor mange kilo laks de har slaktet. Selskapets profitt kommer til syne når EBIT divideres på antall kilo laks slaktet. Ved bruk av EBIT/KG måles ikke aksjeverdien til et selskap siden multiplikatoren ikke tar hensyn til verdi. Det som kommer frem, er hvor lave eller høye kostnader selskapet har i forhold til lakseprisen. Verdien blir brukt til å justere kursen og ikke direkte i beregninger av aksjekursen. Formel for EBIT/KG vises i formel 14.

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

*Formel 14: EBIT/KG-multiplikator*

## 3.3 Valg av metode

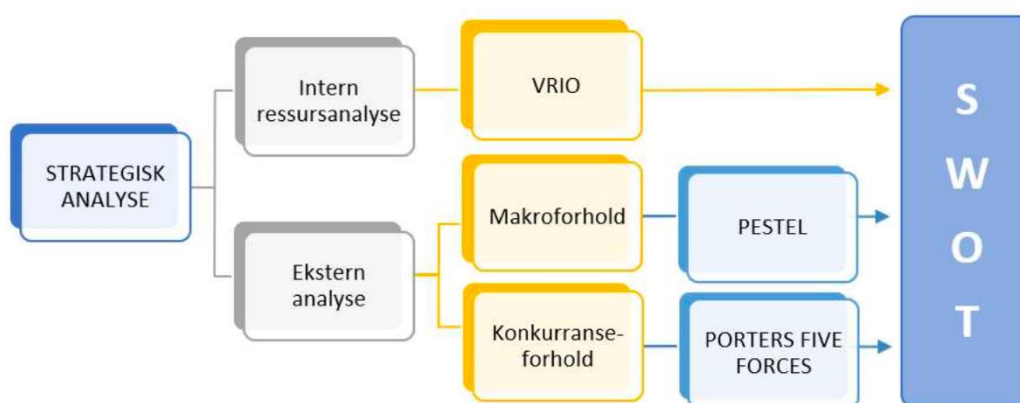
Ved valg av metode er det en rekke faktorer man må ta hensyn til: hvilke type selskap skal verdsettes, tilgjengelig informasjon og troverdigheten til denne informasjon. I tillegg er man nødt til å tenke på hva som vil gi mest nøyaktig verdi av SalMar.

I denne oppgaven har vi valgt å ta i bruk fundamental verdsettelse (DCF) for å finne markedsverdien av SalMar ASA. Ved beregning av kontantstrømmer velger vi å anvende total kapitalmetoden, på bakgrunn av at SalMar er finansiert av både gjeld og egenkapital. Vi

vil også bruke en relativ verdsettelse som er et alternativ til DCF modellen. Fundamental og relativ verdsettelse bygger på ulike teorier, som gjør at vi vil kunne sammenligne aksjeverdiene.

## 4 Strategisk analyse

Å utføre en strategisk analyse er essensielt for å kunne gjennomføre en grundig fundamental verdsettelse av SalMar. Målet med analysen er å identifisere faktorer og forhold som blir grunnlaget for de sensitive forutsetningene vi er nødt til å ta for å estimere selskapets fremtidige kontantstrømmer. Ved hjelp av analysen oppnår man en dypere forståelse for utviklingen i kontantstrøm og risiko, utover det som kan utledes fra historiske tall og statistikk. Videre er det viktig å identifisere verdidriverne som påvirker både selskapet og omgivelsene, for å få en helhetlig forståelse av selskapets situasjon og muligheter for fremtidig vekst. Viktige faktorer som analysen tar for seg er selskapets omgivelser, markedsposisjon, og hvilke ressurser de har som kan skape videre vekst og konkurransefortrinn. I den strategiske analysen vil vi ta for oss ulike modeller og verktøy for å kunne identifisere disse faktorene på best mulig måte. Målet med analysen er å finne de strategiske fortrinnene til SalMar og eventuelle svakheter og trusler knyttet til selskapet.



Figur 5: Strategisk analyse, basert på innhold i kapittel 4

Vi velger å dele den strategiske analysen inn i to deler; ekstern- og intern analyse. I den eksterne analysen skal vi identifisere de ytre omgivelsene som påvirker selskapet. Ved å bruke modellene PESTEL og Porter`s Five Forces skal vi analysere driverne i markedet på

makro og bransjenivå. Det vil gi oss et bedre innblikk i hvilke eksterne krefter som påvirker selskapet, i tillegg til trusler og muligheter i omgivelsene til SalMar. I den interne analysen skal vi gjennomføre en VRIO-analyse som brukes for å identifisere SalMars styrker, svakheter og konkurransefortrinn. I slutten av kapittelet vil vi oppsummere den eksterne og interne analysen gjennom en SWOT-analyse.

## 4.1 Ekstern analyse – PESTEL

En PESTEL analyse tar for seg de ulike makroøkonomiske forholdene som påvirker selskapet eksternt. Rammeverket består av politiske-, økonomiske-, sosiale-, teknologiske-, miljømessige- og juridiske faktorer. Formålet med analysen er å få en overordnet forståelse av hvordan disse faktorene påvirker SalMar og oppdrettsnæringen. Senere i oppgaven vil vi bruke denne informasjonen til å ta forutsetninger ved beregning av fremtidig kontantstrøm og avkastningskravet til selskapet. Vi velger her å slå sammen de politiske og juridiske faktorene, ettersom vi mener de overlapper og er relativt like.

### 4.1.1 Politiske og juridiske faktorer

De politiske og juridiske faktorene omhandler alt myndighetene gjør som har en innvirkning på selskapet og næringen. Dette innebærer blant annet vedtak fra regjeringen, handelsavtaler, konsesjoner, lover og regler.

#### **Lover og regler**

Oppdrettsselskap må følge lover og regler satt av landet de operer i. For å kunne drive med produksjon av laks er derfor SalMar nødt til å følge reguleringene som er satt i Norge.

Noen av de lovene som oppdrettsnæringen må følge er Akvakulturloven, Forurensningsloven og Matloven. Akvakulturloven skal fremme næringens konkurransekraft og lønnsomhet gjennom en bærekraftig utvikling, og bidra til verdiskapning langs Norges kyst (Akvakulturloven, 2005, §1). Forurensningsloven har som formål å beskytte det ytre miljøet mot forurensning, minimere utslipp og eksisterende avfall, og fremme bedre behandling av avfall (Forurensningsloven, 1981, §1). Matloven setter fokus på trygge næringsmidler, helse, forbrukerhensyn og kvalitet, og skal fremme god dyrehelse og plantehelse (Matloven, 2003,

§1). Hensikten med disse lovene er å la næringen vokse på en bærekraftig måte med hensyn til helse og miljø. Disse lovene tvinger selskapene til å tenke bærekraftig og vokse på en måte som tar hensyn til klima og miljø. Dette begrenser også næringen med tanke på størrelse av utvidelse, størrelsen på produksjonsvolumet selskapene kan ha i sine anlegg og behandlingen av fisken.

### **Sanksjoner**

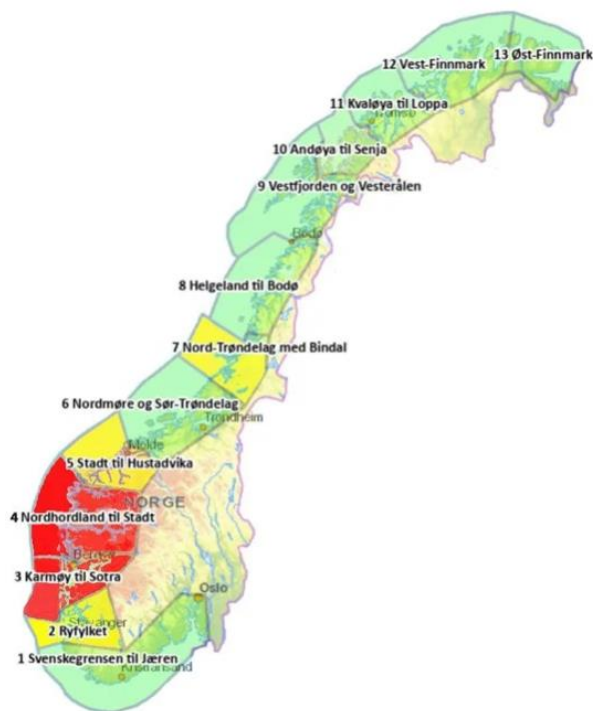
I norsk oppdrett er det stort fokus på eksport. En betydelig del av den norske sjømateksporten går til EU (Regjeringen, 2021). Som følge av Russlands invasjon av Ukraina, innførte EU sanksjoner som rammet Russland økonomisk og forhindrer at viktige innsatsvarer når frem til russiske krigsindustri. Norge støtter opp disse sanksjonene sammen med Europa, noe som rammet oppdrettsnæringen og setter en stopper for deler av lakseeksporten. (Regjeringen, 2023). En motreaksjon fra Russland var å innføre eksport forbud av enkelte varer til EU. Dette rammet oppdrettsnæringen ettersom både Russland og Ukraina er store produsenter av råmaterialene man er avhengig av for å produsere fôr. De høye energiprisene som følge av krigen har også ført til høye priser innad i oppdrettsnæringen, for eksempel høye drivstoffpriser samt høye priser på råmaterialet til produksjon og fangst (Norges Sjømatråd, 2022). Når Norge setter slike sanksjoner påvirker det næringen negativt, da følgene av sanksjoner fører til at næringen ikke får et maksimalt utbytte av eksport og produksjon.

### **Konsesjoner**

Oppdrettsnæringen reguleres av myndighetene gjennom kvoter og konsesjoner. For å kunne drive med oppdrettslaks trengs det en tillatelse fra Fiskeridirektoratet, også kalt en konsesjon. Vilklårene satt fra myndigheten må opprettholdes for å ha et slikt forhold gående. Ved mottakelse av en slik tillatelse bidrar oppdretterne til verdiskapning både lokalt og nasjonalt (Fiskeridirektoratet). En slik tillatelsen gir bedrifter mulighet til eksklusiv drift på arealer som er allmennhetens. På grunn av stor etterspørsel etter konsesjoner til regnbueørret, ørret og laks er disse tillatelsene begrenset. Departementet bestemmer når og til hvem konsesjonene tildeles. Myndighetene ser seg til nødt til å kontrollere utdelingen av konsesjonene for å kunne ta hensyn til marked og miljø (Fiskeridirektoratet). Tilgang på konsesjoner er vesentlig for fremtidig vekst. Ved at Fiskeridirektoratet begrenser disse tillatelsene til produksjon vil ikke næringen og tilbudet av laks kunne vokse optimalt i frem i tid.

## Trafikklyssystemet

Regjeringen innførte i 2017 en ordning kalt Trafikklyssystemet. Driveren bak denne ordningen var et ønske om en bærekraftig utvikling i oppdrettsnæringen (Regjeringen, 2019). Den norske kysten ble delt opp i 13 produksjonssoner av oppdrett. Hver av de 13 produksjonssonene blir tildelt en farge, grønn, gul eller rød. Fargen tildeles ut ifra hvor stor påvirkning lakselusen har på villaksen i dette området. Dette avgjør om oppdrettsområdene får tillatelse til å vokse, fortsetter slik som de gjør eller om de må kutte ned på lakseproduksjonen (Regjeringen, 2020). I grønne soner kan produksjonen økes med inntil 6%. Gule soner foretar ingen endringer i produksjonen og i røde soner må produksjonen reduseres med 6% (Regjeringen, 2020). Dette er for å sikre en bærekraftig utvikling i næringen, men kan forhindre maksimal utbyttet av produksjon for noen oppdrettselskaper. SalMar operer i flere av produksjonssonene langs den norske kysten. Oppdateringer av farger i sonene forekommer årlig, det varierer dermed hvordan SalMar blir påvirket av systemet. Ved rød farge i produksjonssonene SalMars operer i, vil selskapets påvirkes negativt. SalMar er da nødt til å redusere produksjonen med 6%, som vil ha negativ virkning på fremtidige driftsinntekter og slaktevolum.



Figur 6: Trafikklyssystemet, kart over produksjonssoner



## Skatt

I september 2022 la regjeringen frem et forslag om grunnrenteskatt på havbruk. Skattesatsen er enda ikke fastsatt, men har likevel virkning fra 1. januar 2023. I det opprinnelige forslaget la de frem en grunnrenteskatt på 40%, som ble satt ned til 35% i det nye lovforslaget som kom 28. mars 2023 (Regjeringen, 2023). Grunnrenteskatten vil komme i tillegg til selskapsskatten på 22%, som vil si at oppdrettsselskapene vil skatte totalt 57% på alt av havbasert aktivitet. Forslaget inkluderer et bunnfradrag på 70 millioner kr per konsern som skal sikre at kun selskaper med store overskudd betaler grunnrenteskatt. Videre i forslaget kommer det frem at avregningstidspunktet for skatten skal være merdkanten. Her vil det opprettes et uavhengig prisråd for å fastsette markedsverdien ved hjelp av langsiktige fastpriskontrakter. For 2023 derimot, skal virksomheten fastsette den selv, noe som sannsynligvis vil medføre til dels kompliserte beregninger (Lorås & Bye, 2023). I tillegg settes produksjonsavgiften til 90 øre per kg sløyd fisk, som er en stor økning fra satsen i 2022 på 40,5 øre.

Hensikten med regjeringens forslag om grunnrenteskatt på havbruk er at verdiene som skapes fra felles naturressurser skal komme fellesskapet og lokalsamfunnene langs kysten til gode. SalMar reagerte kraftig når regjeringen la frem det første forslaget og sendte inn et høringsinnspill hvor de advarte om hvilke negative effekter det vil ha for oppdrettsbransjen. Det vil blant annet ha en stor påvirkning på investeringer i den norske akvakulturindustrien og muligheten for innovasjon i havbruksnæringen (SalMar, 2022, s. 10). SalMar er ikke enig i regjeringens utsagn om at laskeindustrien genererer for høy avkastning i forhold til risikoen som er involvert (SalMar 2023a). For SalMar vil grunnrenteskatten påvirke fremtidige skattekostnader, som vil bestå av en større andel av driftskostnadene enn før innføringen. SalMar vil ikke være like lønnsom i fremtiden som de er i dag. Dagen regjeringen la frem i høsten 2022 sitt forslag om grunnrenteskatten var SalMars aksje ned 27,9% (Finansavisen, 2022).

### 4.1.2 Økonomiske faktorer

Økonomiske faktorer handler om hvordan makroøkonomiske virkninger påvirker makroomgivelsene. Her vil vi se hvordan de økonomiske faktorene valutakurs, laksepris, renten og deres endringer påvirker SalMar, deres kunder og oppdrettsnæringen.

## Valutakurs

SalMar eksporterer mye av sin laks til utlandet og vil dermed være eksponert til å bli påvirket av valutakurs og dens endringer. En endring i valutakurs vil gjøre at etterspørselen fra utenlandske importører vil endres. Lakseprisen settes i utenlandsk valuta. En lavere kronekurs vil da bli en fordel for norske oppdrettere. For hver euro (EUR) eller amerikansk dollar (USD) de mottar, jo mer blir norske selskaper betalt i norske kroner (NOK).



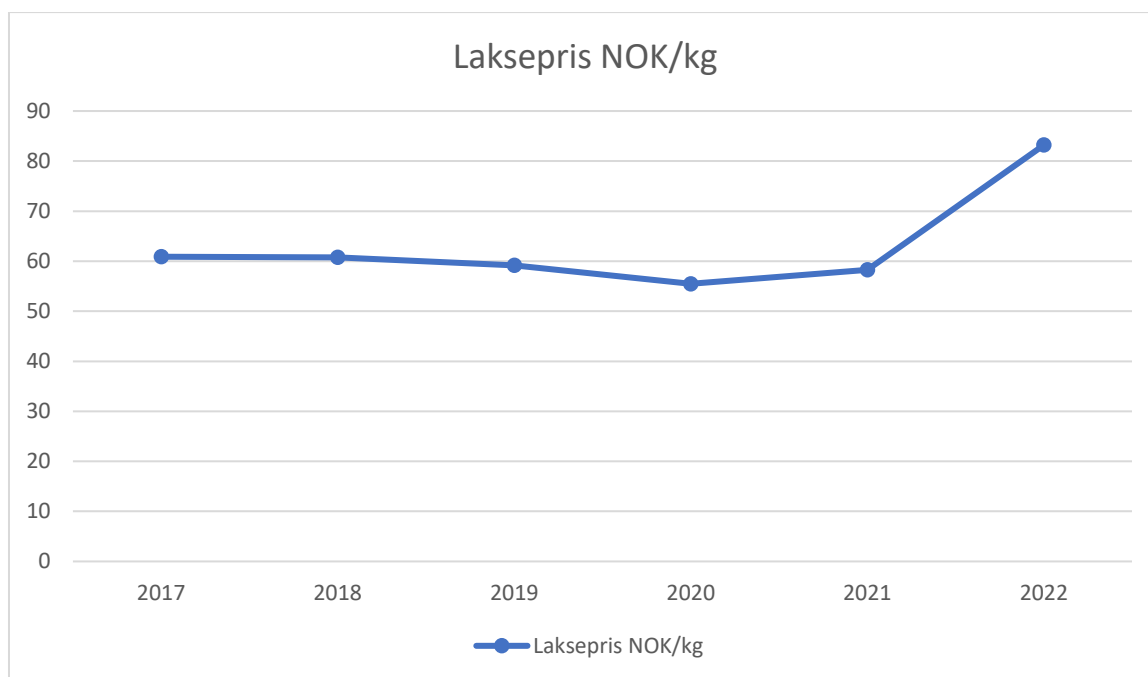
Figur 7: NOK i forhold til USD, april 2017-april 2023

En måte å minimere eksportering av valutakursendringer er å kjøpe derivater, såkalte forward- og futures kontrakter. En forward-kontrakt er en avtale mellom to parter som avtaler å kjøpe eiendeler til en bestemt pris i på et avtalt tidspunkt fremtiden. Med dette kan SalMar inngå en avtale med en utenlandsk importør om å kjøpe laks til en bestemt pris på et bestemt tidspunkt. En futures-kontrakt bygger på samme prinsipp som forward-kontrakter, men her skjer bestemmelse av pris daglig. Ved bruk av en forward-kontrakt minimeres SalMars eksponeringen av valutakurs, minimerer risiko og skaper stabilitet og forutsigbarhet. (Bøhren & Michalsen, 2006, kapittel 13).

## Laksepris

Oppdrettsnæringen har hatt en stabil voksende laksepris de siste årene med unntak av 2020. Lakseprisens nedgang i 2020 skyldes Covid-19. Eftervirkningene av pandemien ser ut til å ha gitt seg, noe som kan ses på den nå økende lakseprisen. SalMar har flere kontrakter med fastpris som fører til mer forutsigbarhet og stabilitet i selskapet. Som sagt tidligere i kapittel 2.2.3 styres lakseprisen primært av tilbud og etterspørsel.

Selskaper i næringen har store deler av deres inntekt basert på slaktevolum og prisen på laksen. Streng restriksjoner og økende krav til miljømessig produksjon har gjort oppdrett av laks uforutsigbart og kostnadsfullt. En betydelig del av næringen har likevel opplevd utbytte og lønnsomhet. Dette er noe den økende lakseprisen har bidratt til. Figur 9 viser historisk laksepris fra 2017 til 2022.

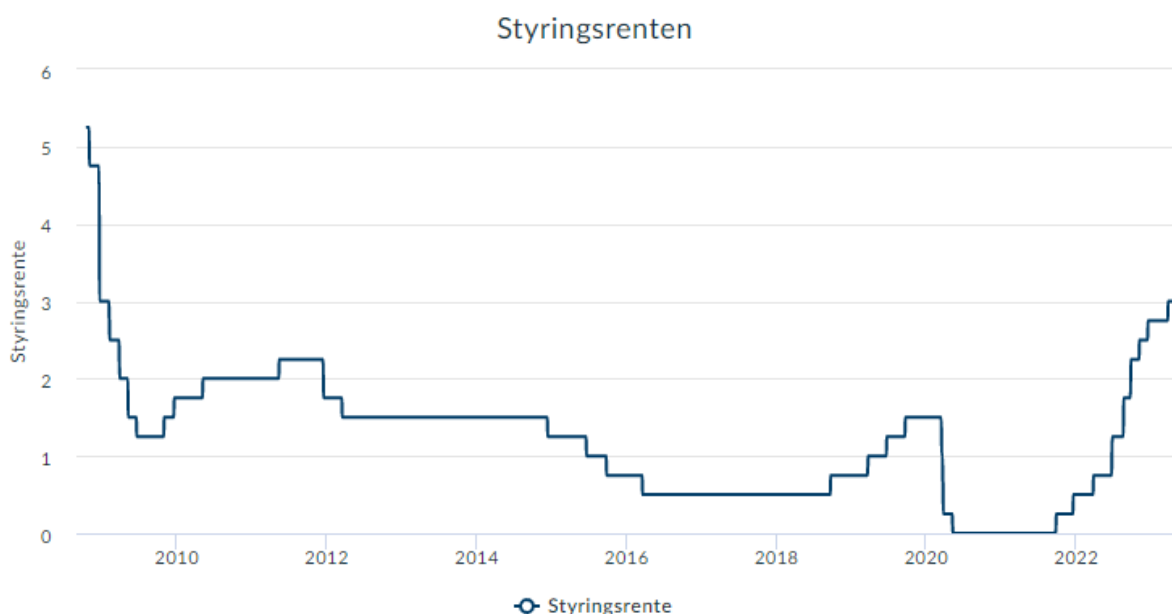


Figur 8: Historisk laksepris, hentet fra Fish Pool

## Rente

Kapitalintensiv industri kjennetegner en industri som er avhengig av tilgang til kapital for å kunne foreta investeringer. Oppdrettsbransjen er en kapitalintensiv industri som gjør at de er avhengig av å ta opp gjeld. Dette gjør selskapene sårbare for renteeksponering. Styringsrenten er et viktig virkemiddel for å stabilisere utvikling og prisvekst i norsk økonomi.

Styringsrenten var rekordlav under store deler under pandemien da den lå på 0%. Det ble 22.mars 2023 bestemt å sette opp styringsrente til 3%. Grunnlaget for en høyere rente er å dempe inflasjonen (Norges Bank, 2023). Fremtiden for styringsrenten avhenger av den økonomiske utviklingen. Går inflasjonene raskere ned eller arbeidsledigheten opp mer enn forventet, kan styringsrenten bli lavere enn forventet. Behovet for en høyere rente enn anslått kan oppstå dersom inflasjonen ikke går ned til målet som er blitt satt (Norges Bank, 2023). En økning i styringsrenten vil føre til en økning i fremtidige gjeldskostnader for SalMar.



Figur 9: Historisk styringsrente

En måte for minimering av renteesponeringen er ved bruk av *renteswaps* eller rentebytteavtaler. En rentebytteavtale er en avtale mellom to parter med bytte av rentebetingelser. Bytte skjer av lån i samme valuta. Den ene parten bytter sin flytende rente mot fast rente og motparten bytter sin faste rente mot flytende rente (DNB.no, 2023). Slike bytter er spesielt attraktivt for selskaper som besitter lån med flytende rente som er utsatt og redde for økende rentenivå. SalMar inngikk en rentebytteavtale med virkning fra 4.februar 2022 med en verdi på 2.250 millioner kroner. Formålet for SalMar med denne rentebyttekontrakten er å redusere renterisikoen som er knyttet til langsiktig lån.

### 4.1.3 Sosiokulturelle faktorer

De sosiokulturelle faktorene omhandler befolkningsvekst fremover, holdningsendringer, demografiske endringer, globalisering, urbanisering og livsstilsendringer.

#### **Etterspørsel og befolkningsvekst**

Som sagt tidligere i kapittel 2.2.1 anslår FN at verdens befolkning vil øke til rundt 8,5 milliarder mennesker i 2030. En økt befolkningsvekt vil føre til økt etterspørsel i flere sektorer, også næringssektoren.

Laks er proteinrikt og har mange helsefordeler. Eldre mennesker, hvor andelen øker, er opptatt av å spise sunt og laks er et veldig godt alternativ til dette. (Mowi, 2022, s.19). Den norske legeforeningen sier at flere studier beviser at et regelmessig inntak av fisk vil føre til en helsemessig gevinst (Dahl, et.al., 2006). Middelklassen vokser og gir flere mennesker muligheten til å spise mer variert, næringsrik og proteinrik mat. Økningen i andel eldre mennesker, samt helsemyndighetenes råd som fremmer konsumering av fisk, og vekst i middelklassen vil føre til en økt etterspørsel etter laks.

### 4.1.4 Teknologiske faktorer

Teknologiske faktorer omhandler hvordan utvikling av teknologi og innovasjon påvirker selskapene og oppdrettsnæringen.

#### **Biologiske faktorer**

Oppdrettsnæring opererer i havet hvor utbygningen avhenger av biologiske faktorer. Biologiske utfordringer oppdrettsnæringen står ovenfor er lakselus og rømningslaks. De biologiske faktorene skaper en nedgang i vekst i oppdrettsnæringen og selv om tilbudet av laks vil kunne gå ned, vokser etterspørselen. Næringen er dermed avhengig av teknologiske og innovative fremskritt og løsninger for å minimere begrensningene som settes av lakselus og rømningslaks. Løsninger på dette vil dermed føre til at tilbudet vil vokse sammen med etterspørselen.

#### **Landbasert oppdrett**

Oppdrettsselskapet Atlantic Sapphire er et verdensledende selskap innen landbasert oppdrett. Selskapet har fasiliteter for oppdrett i Danmark og USA. Utfordringen med lakselus og

rømningslaks er ikke noe problem for Atlantic Sapphire, som det er for selskaper innenfor tradisjonelt oppdrett. Landbasert oppdrett er heller ikke avhengig av tillatelser til å drive med produksjon.

Atlantic Sapphires langsiktige mål er å transformere oppdrettsindustrien for laks og bli en global leder innen bærekraftig proteinproduksjon. Dette skal de gjøre gjennom innovasjon og ansvarlig implementering av landbasert akvakulturteknologi. Lykkes Atlantic Sapphire med driften på land vil de være en betydelig trussel for oppdrettsselskapene som vanligvis opererer med oppdrett av laks i havet.

### **Havbasert oppdrett**

En midlertidig ordning vedtatt av nærings- og fiskeridepartementet i 2015 ga grønt lys til utvikling av prosjekter som innebar innovasjon og investeringer. SalMar var det første norske selskapet som ble tildelt en slik tillatelse. SalMar utviklet prosjektet Ocean Farm 1 som hadde som mål å utvikle oppdrettsnæringen samtidig som miljø og bærekraft er i fokus. Ocean Farm 1 er verdens første oppdrettsanlegg til havs, og SalMar beskriver det som en ny æra innen havbruk. Ocean Farm 1 gjorde SalMar til en pioner innen havbasert oppdrett. SalMar er underveis i prosessen i å utvikle et nytt havbasert anlegg, Smart Fish Farm. Det nye anlegget planlegges å bli av dobbel størrelse så stort som Ocean Farm 1 (SalMar). Ocean Farm 1 har ført til et økt slaktevolum for SalMar og Smart Fish Farm vil øke de fremtidige slaktevolumene ytterligere.

#### **4.1.5 Miljømessige faktorer**

Det som inngår i de miljømessige faktorene, er hvordan klima og miljøhensyn påvirker bransjen og hvordan bransjen påvirker klima og miljøet. De miljømessige faktorene omfatter blant annet lakselus, rømningslaks og klima.

### **Lakselus**

Lakselus er en parasitt som lever i saltvann og finnes i alle havområder på den nordlige halvkule. Lakselus gjør skade på fisken ved å spise blod, hud og slim. Lakselus er et stort problem i oppdrettsnæringen og er en av de største utfordringene oppdrettsselskap står ovenfor. For å forhindre forekomst av lakselus i oppdrettsanlegg er det innført grenser for hvor stor bestand av lakselus et anlegg kan inneholde (Havforskningsinstituttet, 2018).

Maksimalt antall lakselus tillat i norske anlegg er 0,5 i gjennomsnitt per fisk. Selskaper som ikke overholder dette kravet blir møtt med sanksjoner (Forskrift om lakselusbekjempelse, 2012, §8). Rognkjeks og leppefisk blir brukt for å bekjempe lakselusen. Rognkjeksen er derimot ikke egnet for et liv i oppdrett og de er mottakelig for flere andre sykdommer som kan føre til smitteoverføring ved sameksistens med laksen. Ved å vaksinere fisken som settes inn med laksen minskes muligheten for smitteoverføring (Kraugerud, 2023).

### **Rømningslaks**

Et annet problem oppdrettsnæringen står ovenfor er rømningslaks. Problemet med at laksen rømmer er at de da gyter sammen med villaksen. Når oppdrettslaksen gyter med villaksen overføres det genmaterialer som gir villaksen nedsatte overlevelsesvilkår. Rømningslaks er også et problem for oppdrettsselskapets økonomi og omdømme. Norsk oppdrettsnæring har en nullvisjon for rømningslaks. Dette krever engasjement og innsats fra samtlige oppdrettsselskaper. Laks som rømmer fra anlegg, kan også føre til større mengder av lakselus på villaksen.

SalMar har ved ny teknologi og innovasjon innen havbasert oppdrett forsøkt å eliminere risikoene knyttet til lakselus og rømningslaks. Dette vil gi selskapet økt kontroll på kontantstrømmene da det ikke er knyttet noen uforutsette kostnader til dem.

### **Klima**

Flere mennesker er opptatt av bærekraft og klima, og tar mer hensyn til miljø og mat. Det er viktig for folk at maten de spiser er produsert på en bærekraftig måte og hva verdikjeden til produktet har å si for klima og miljøet. Oppdrett av laks sammenlignet med produksjonen av kjøtt, har et lavere CO<sub>2</sub>-utslipp, noe som gjør laksen til et mer attraktivt alternativ.

Klimaendringer og global oppvarming vil kunne påvirke bransjen ved å endre forholdene der det i dag er produksjon. Klimaendringer kan føre til mer ekstremvær som igjen fører til større sjans for rømningslaks. Global oppvarming kan føre til utvidelse av oppdrett til der det ikke før har vært mulig, blant annet på grunn av temperatur i sjøen. Økning av temperaturen i sjøen vil også kunne påvirke de områdene der det allerede foregår oppdrett negativt ved at temperaturen i havet blir for høy.

#### 4.1.6 Oppsummering

Makro-omgivelsene indikerer trusler eller muligheter som selskapet står ovenfor. Begrenset tilgang på konsesjoner og reguleringen satt av regjeringen setter begrensninger for fremtidig vekst i tilbud. Grunnrenteskatten og produksjonsavgiften, som er satt til 90 øre per kilo, vil øke fremtidige skattekostnader og svekke SalMars lønnsomhet. Mulig økning av styringsrenten vil føre til økning i fremtidige gjeldskostnader.

Økt befolkning, etterspørsel etter sunn mat og en økende middelklasse vil føre til økt etterspørsel frem i tid. SalMar har gjennom innovasjon innenfor havbasert oppdrett økt sitt slaktevolum og vil fortsette å øke fremtidig slaktevolum. Gjennom deres satsning har de også minimert risikoene knyttet til lakselus og rømningslaks, og vil få en bedre kontroll over fremtidige kontantstrømmer. Vi vil bruke denne informasjonen for å foreta forutsetninger ved beregning av SalMars fremtidige kontantstrøm og avkastningskrav senere i oppgaven.

## 4.2 Porter`s Five Forces

Porters Five Forces er en modell som identifiserer og analyserer fem konkurransekrefter som former en industri. Modellen hjelper å avgjøre industriens styrker og svakheter. De fem konkurransekraftene er rivalisering mellom konkurrenter, inngangsbarrierer, substitutter, kjøpernes makt og leverandørenes makt.

### 4.2.1 Rivalisering

Rivaliseringen omhandler hvor intens og høy konkurransen er mellom de eksisterende selskapene i bransjen. Konkurrenter tilsier selskaper som har samme kundegruppe og som også tilbyr samme eller liknende typer tjenester eller produkter. Stor grad av rivalisering mellom eksisterende aktører i bransjen tilsier en intens konkurranse og kan føre til lave marginer i markedet.

Fra oppstarten av og tidlig i lakseoppdrettsbransjens historie bestod den av mange små aktører. Bransjen har vokst betydelig gjennom årene og består i dag av få store aktører. Veksten ser ut til å avta i de kommende årene grunnet lisensbasert oppdrett og biologiske faktorer. Oppkjøp og konsolidering har forkommet på grunn av myndighetens



konsesjonssystem noe som har ført til at bransjen består av flere store aktører i stedet for mange små.

Ved høy rivalisering i en bransje er ny teknologi og invasjon den beste måten for vekst på lang sikt. Prosjekter og aktører som satser på landbasert og havbasert oppdrett, slik som Atlantic Sapphire og SalMar med Ocean Farm 1, vil kunne oppnå en stor gevinst i markedet hvis de lykkes. Aktører som lykkes med slik ny teknologi og innovasjon før andre aktører vil bli verdsatt høyt. Vi vil konkludere med at oppdrettsnæringen har en høy grad av rivalisering.

#### 4.2.2 Inngangsbarriere

Inngangsbarriere omhandler hvor vanskelig og hvor stor mulighet det er for nye aktører å komme inn i en bransje. En bransje med høye inngangsbarrierer ses på som attraktiv og reduserer trusselen for nye konkurrenter. Jo lavere inngangsbarrierer en bransje har, jo enklere er det for nye konkurrenter å kunne hevde seg mot de aktørene som allerede eksisterer i markedet.

Bransjen for oppdrett av atlantisk laks består av få store aktører, som nevnt tidligere, dette indikerer høye inngangsbarrierer. Bransjen har høye oppstartkostnader og det kreves store investeringer for å starte et oppdrettsselskap. Disse store investeringene er knyttet til for eksempel konsesjoner og anlegg for distribusjon og oppdrett.

Oppdrett av atlantisk laks skjer bare noen steder i verden. Dette er på grunn av biologiske begrensninger som for eksempel temperaturen i sjøen. Oppdrett skjer i Norge, USA, Chile, Skottland og noen andre steder i verden der de biologiske kravene blir møtt. Dette setter begrensninger for nye aktører i bransjen.

Alle land styrer produksjonen av atlantisk laks med lisenser. Disse lisensene gis av myndighetene og bestemmer hvor mye laks som kan bli produsert i et land eller et område. Dette beskytter de selskapene som allerede er i markedet og har en slik lisens, men gjør det vanskelig for nye aktører å entre markedet.

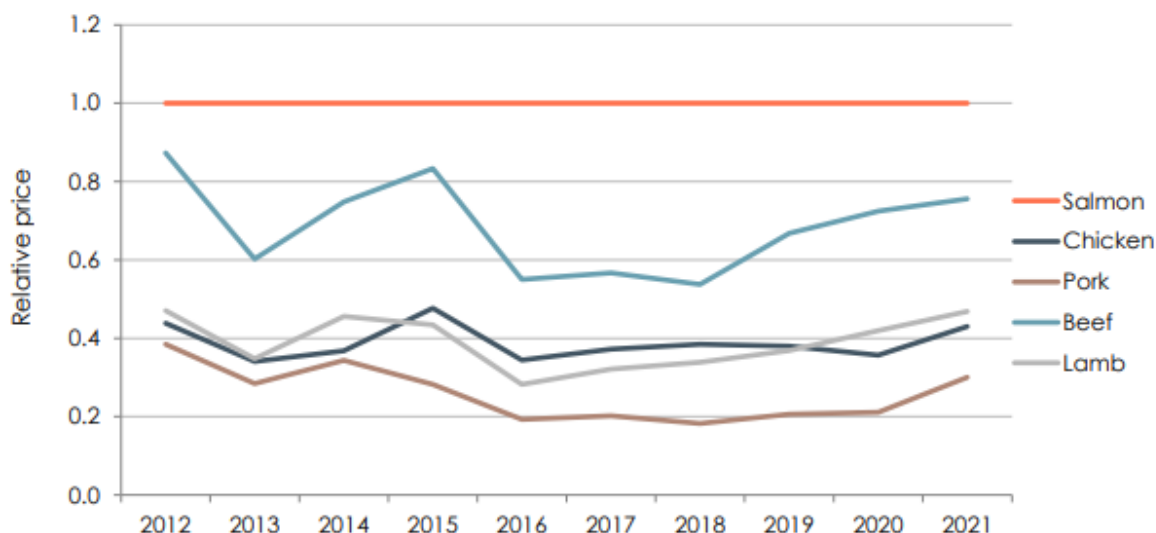
Store kostnader ved oppstarte, biologiske begrensninger og lisensbasert oppdrett gjør det vanskelig for nye aktører. En mulighet nye aktører har for å komme inn i bransjen og hevde seg mot de store konkurrentene er ved innovasjon. Det er muligheter og potensiale innen hav- og landbasert oppdrett. Lykkes nye aktører med dette på en effektiv måte og ved lave

kostnader vil de kunne bli en trussel på lang sikt. Vi vil konkludere med at det er høye inngangsbarrierer og trusselen fra nye aktører er lave, men at det på lang sikt er muligheter ved innovasjon.

#### 4.2.3 Substitutter

Substitutter er produkter eller tjenester som dekker de samme behovene som kundene allerede blir tilbudt i bransjen. Gode substitutter er produkter og tjenester som tilbyr samme egenskaper som allerede eksisterer i markedet, men produsert på en mer effektiv og kostnadsfri måte.

Atlantisk laks er et produkt som er rikt på næring og proteiner. Truende substitutter vil være andre produkter som også er rike på protein, for eksempel lam, storfe, kylling og svin. Laksen har historisk hatt en høyere pris og blitt konsumert mindre enn de andre proteinkildene. Grunnen til det lave konsumnivået kan være den høye prisen og middelklassens prioritering av billigere alternativer. En økning i velstand hos middelklassen vil føre til en større etterspørsel av laks. En økning av eldre mennesker med økende fokus på helse vil også føre til høyere konsum og etterspørsel av laks.



Figur 10: Prisindeks av laks i forhold til andre proteinkilder

Andre substitutter for laksen vil være andre typer fisk som dekker de samme behovene for Omega-3, mineraler og vitaminer. Fisk som sild og makrell dekker disse behovene for laks som de andre proteinkildene ikke gjør. På grunn av manglende tilbud av sild og makrell i forhold til tilbudet av laks, ses trusselen av disse som substitutter som moderat.

Vi vil konkludere at faren for substitutter er lav, andre proteinkilder dekker kun kundenes behov delvis. Andre fisketyper som dekker behovene for vitaminer, mineraler og Omega-3 har ikke betydelig tilbud og er derfor ikke like tilgjengelig som laks.

#### 4.2.4 Kjøpernes makt

Kjøpernes makt omhandler kundenes evne til å drive prisen ned. Kjøpere her regnes som de som kjøper laksen direkte, ikke nødvendigvis de som konsumerer den. Dersom kjøperne besitter mye makt, kan de kreve lavere priser eller forberedt kvalitet på produktet. Kjøpere besitter stor makt når (1) noen få kunder står for mesteparten av salget til leverandøren, (2) når det er enkelt å bytte leverandør, (3) når leverandørens produkter ikke er billige eller av god kvalitet, (4) når kjøperen har mulighet til å produsere selv (Johnson, G., 2013, s. 45-46).

Markedet for atlantisk laks består av mange leverandører. Produktene som blir produsert i markedet er homogene og gjør det vanskelig for leverandørene å differensiere produktene. Laksepriser ligger offentlig som betyr at kjøperne har lett tilgang og dermed kan sammenligne priser fra forskjellige selskaper. Dette gir kjøperne makt og gjør det enkelt for kjøperne å velge den leverandøren som tilbyr det billigste produktet. Kundebasen til aktører i oppdrettsnæringen er stor, markedet eksisterer av flere kjøpere enn leverandører. Mister en aktør en kunde grunnet bytte til annen leverandør er det enkelt for aktøren å erstatte denne kunden. Denne indikerer lav makt hos kjøperne.

Vi vil konkludere at kjøpernes makt er moderat. Kundene har mulighet til å forhandle om pris og bytte til andre leverandører. Grunnet den store kundebasen kan produsentene likevel skaffe nye kunder på relativt kort tid.

#### 4.2.5 Leverandørens makt

Leverandører er de som leverer aktørene i markedet det som trengs for å produsere deres produkter. Leverandørers makt kategoriseres som høy når (1) det er få leverandører som styrer tilbudet, (2) det er dyrt å skifte leverandør, (3) produktet eller tjenesten er svært unik,

(4) leverandøren har mulighet til å kutte mellomleddene (Johnson, G., 2013, s.46).

Leverandører leverer for eksempel råmaterialer, drivstoff, utstyr, finansiering og arbeidskraft.

I oppdrettsnæringen tilbyr leverandørene hovedsakelig fiskeegg og fiskefôr til oppdrettsselskapene. Dette er de viktigste produktene selskapene får levert fra eksterne selskaper. En håndfull selskaper har integrert produksjon av fiskefor i sin egen produksjon, noen som gjør at de ikke er avhengig av leverandører. Selskaper som ikke produserer fiskefôret selv, er avhengig av eksterne leverandører. Skretting AS, EWOS AS og Biomar AS er de største leverandørene av fiskefôr. Grunnet lavt antall fiskefôr-leverandører samt at noen selskaper produserer fiskefôret selv, vil leverandørene ha en høy makt over noen selskaper. Fiskefôret som blir produsert i markedet er på samme måten som laksen homogent. Dette indikerer lave kostnader ved å bytte leverandør og dermed lav makt hos leverandørene. Vi vil konkludere med at leverandørenes makt er moderat. Fiskefôr utgjør en stor del av varekostnadene til selskapene som ikke produserer fiskefôret selv. Dette gjelder for SalMar og selskapets varekostnad vil utgjøre en stor del av driftskostnadene i fremtiden på grunn av innkjøp av fiskefôr. Inflasjonen tok kraftig av etter åpning etter pandemien. Den høye inflasjonen førte også til at fiskefôret ble ekstremt dyrt. Fiskefôret kommer ikke til å gå ned i pris med det første. En av grunnen til dette er krigen i Ukraina, hvor Ukraina og Russland er betydelige store produsenter av råmaterialer, som treng til produksjonen av fiskefôret (iLaks.no, 2022).

#### 4.2.6 Oppsummering.

Grunnet høy grad av rivalisering innad i næringen vil utvikling av ny teknologi og innovasjon skape økende muligheter. Utvikling av ny teknologi og innovasjon krever store investeringer. SalMars utvikling av prosjektet Smart Fish Farm vil føre til høyere fremtidige investeringer for selskapet. I et marked med høye inngangsbarrierer vil innovasjon gi nye aktører muligheter å entre markedet på langs sikt. Leverandørmakten kategoriserer som moderat, men vil kunne være høyere for SalMar sammenlignet med selskaper som produserer sitt eget fiskefôr. Kostnadene for fiskefôr vil utgjøre en større del av SalMars fremtidige driftskostnader, som de allerede gjør i dag grunnet krigen i Ukraina. Driftskostnadene til SalMar ville vært betydelig lavere hvis de produserte sitt eget fiskefôr. Kjøpernes makt er moderat i og med at de har en forhandlingsmakt når det kommer til pris, men på den andre siden er kundebasen i næringen stor og det derfor er lett å erstatte kunder. Faren for

substitutter vil vi si er lav på bakgrunn av laksens tilgjengelighet og omdømme som nærings- og proteinrik.

### 4.3 VRIO

I den interne delen av analysen skal vi ta for oss en VRIO-analyse. Målet med denne analysen er å kartlegge selskapets ressurser og analysere om disse kan gi selskapet et midlertidig eller varig konkurransefortrinn. En VRIO-analyse trekker frem kapabiliteter som vurderes etter fire ulike kriterier: (V) value, (R) rarity, (I) inimitability og (O) organisational support. På norsk brukes begrepene verdifull, sjelden, ikke-imiterbar og organisatorisk støtte. Denne analysen hjelper oss å se hvordan selskapet kan skape og ivareta konkurransefortrinn ovenfor sine konkurrenter.

#### 4.3.1 Menneskelig kapital/Kompetanse

Menneskelig kapital er den totale mengden kvalifikasjoner, kunnskap og evner de ansatte i selskapet besitter. Det er de ansatte som jobber for å drive selskapet frem og arbeider hardt for at selskapet skal kunne prestere best mulig. Menneskelig kapital ses på som en viktig ressurs, på lik linje med finansiell kapital. SalMar har lidenskap og engasjement for sine ansatte, og ønsker at deres ansatte skal besitte den kompetansen de trenger for å gjøre jobben sin på en god og effektiv måte. Menneskelig kapital og kompetanse er noe alle selskaper kan anskaffe seg. Kompetansen SalMar har er veldig verdifull, men ikke nødvendigvis sjelden.

#### 4.3.2 Geografisk beliggenhet

En av de viktigste faktorene i oppdrett er temperaturen i havet som fisken lever i. Riktig temperatur er viktig for at laksen skal leve godt, vokse seg stor, spise godt og ha god tilgang på oksygen. Oppdrettlaksen lever best i en vanntemperatur som ligger mellom 8 og 14 grader, optimal levetemperatur på 13 grader. Det er essensielt for et oppdrettselskap å kunne kontrollere temperaturen. Ved for lave eller høye temperaturer i sjøen vil fisken bli stresset, noe som kan føre til at vekten reduseres (Energy Rent).

SalMar driver oppdrett langs kysten av Norge, fra Troms og Finnmark til Møre og Romsdal. Selskapet deler sin oppdrettsnæring inn i to segmenter, segment Midt-Norge og segment

Nord-Norge. Langs kysten av Norge, hvor SalMar operer fører Golfstrømmen til utskifting av sjøvann og gode temperaturer egnet for oppdrett (SalMar). Norge har en lang kystlinje som gir store produksjonsarealer. Dette gir SalMar en fordel med tanke på arealer for selskapets utvikling innen havbasert oppdrett.

#### 4.3.3 Verdikjede

SalMar har en integrert verdikjede, der de står for oppdrett, slakt, foredling, salg og distribusjon av laksen. Dette er sjeldent for et oppdrettsselskap og få selskaper i oppdrettsnæringen har mulighet til å opprettholde en slik verdikjede. En integrert verdikjede gir bedre kommunikasjon mellom alle ledd, høyere effektivitet og bedre håndtering av uforventede problemer. En slik verdikjede er en fordel og gjør at selskaper ikke blir like avhengig av eksterne selskaper. SalMar er ikke den eneste som besitter en slik verdikjede i oppdrettsnæringen. Andre store aktører har også integrerte verdikjeder og det er også mulig for andre selskaper å ta inspirasjon og imitere. Vi vil kategorisere SalMars verdikjede som et midlertidig konkurransefortrinn. Dersom SalMar inkluderer fôrproduksjon i verdikjeden sin vil de lykkes med en fullintegrert verdikjede, noe som få andre aktører har klart.

#### 4.3.4 Innovasjon

Oppdrettsnæringen er avhengig av innovasjon og teknologisk utvikling for å kunne vokse i fremtiden. SalMar satser på teknologisk utvikling og innovasjon innen havbasert oppdrett. Selskapet har som sagt tidligere i oppgaven utviklet et prosjekt kalt Ocean Farm 1, en havmerd for oppdrett i havet. Havmerden har en diameter på 110 meter og holder et volum på 250,000 m<sup>3</sup> (SalMars 2023a). SalMar var det første norske selskapet som fikk tillatelse av Fiskedirektoratet til å bygge et slikt anlegg. Ocean Farm 1 har til nå vært en stor suksess og SalMar arbeider allerede med å produsere et enda større anlegg, Smart Fish Farm.

SalMar sa i sin årsrapport fra 2021 at selskapets neste steg var produksjon av laks i åpent hav. SalMar ble tildelt åtte utviklingskonsesjoner for deres Smart Fish prosjekt som var et stort steg mot utviklingen av bærekraftig oppdrett i havet (SalMar, 2022d). Smart Fish Farm vil skille seg ut fra det eksisterende anlegget Ocean Farm 1. Det vil ha dobbelt så stor kapasitet og være mer robust mot utsatte sjø- og værforhold. Anlegget vil ha en midtsøyle for behandling av fisken, forvaltning og kontroll av anlegget og et system for transporter av

fisk som vil være knyttet til åtte produksjonskamre. SalMar regnet i utgangspunktet med at anlegget skulle være ferdig bygd i 2024 (SalMar, 2023a), men grunnet regjeringens forslag om grunnrenteskatt har prosjektet sin tidslinje blitt forsinket. SalMar er en pioner innen havbasert lakseoppdrett og vi vil kategorisere innovasjon som et midlertidig konkurransefortrinn.

#### 4.3.5 Oppsummering

Menneskelig kapital, geografisk beliggenhet, verdikjede og innovasjon ses på som noen av kapabilitetene med mest betydning for SalMar. Det er disse faktorene som kan sikre fremtidig vekst for SalMar. Tabell 1 viser kapabilitetene sammenlignet opp mot de fire kriteriene. Alle er viktige og verdifulle for selskapet og videre verdiskapning, men viser ingen stor forskjell fra andre selskaper. Verdikjeden og innovasjon innen havbasert oppdrett er sjeldent og gir derfor SalMar et midlertidig konkurransefortrinn, men dette er ting andre selskaper også kan oppnå.

Ressurs	Verdifull	Sjelden	Ikke-imiterbar	Organisatorisk støtte	Konkurransefortrinn
Menneskelig kapital	X			X	Ingen fordel
Geografisk beliggenhet	X			X	Ingen fordel
Verdikjede	X	X		X	Midlertidig fordel
Innovasjon	X	X		X	Midlertidig fordel

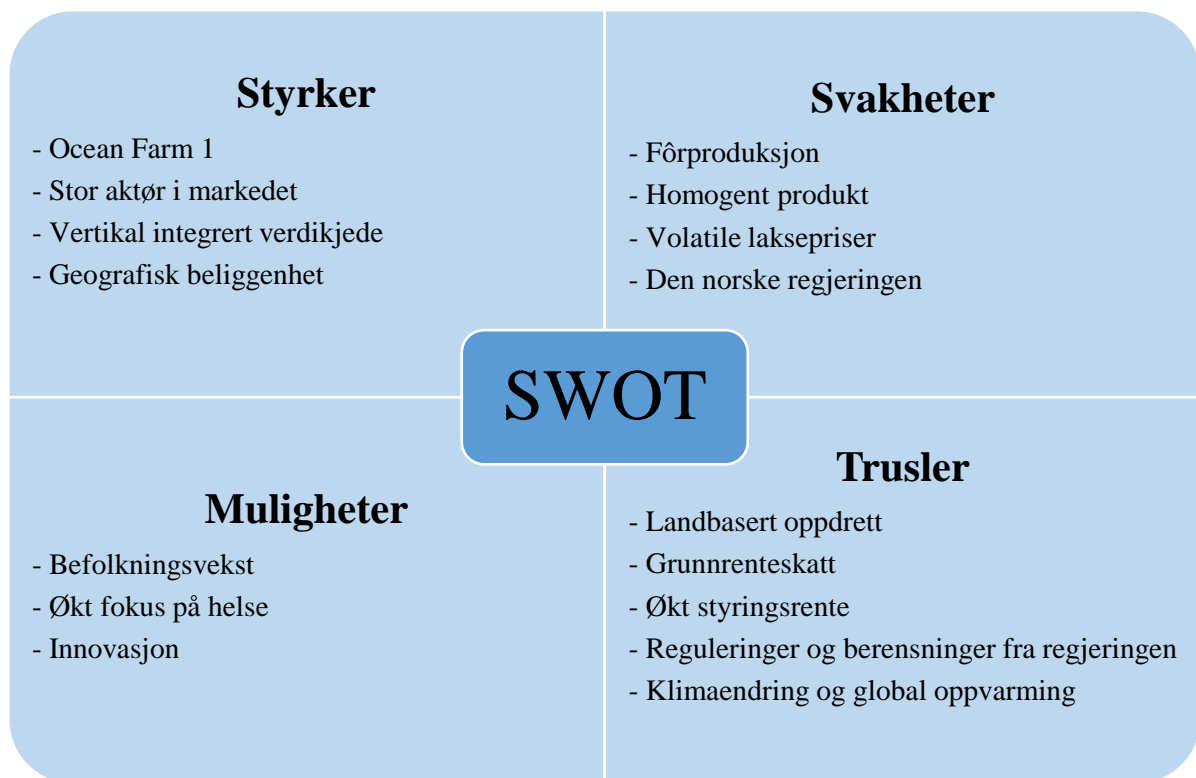
Tabell 1: Oppsummering VRIO-analyse

#### 4.4 SWOT

For å oppsummere den strategiske analysen og dens funn velger vi å bruke en SWOT-analyse. En SWOT-analyse er et verktøy brukt for å identifisere og analysere hvilke styrker, svakheter, muligheter og også hvilke trusler et selskap har. Ved å bruke denne modellen kan man se hva selskapet er god på, hva de må jobbe videre med, hvilke eksterne faktorer selskapet burde planlegge etter og hvilke muligheter selskapet har.

Ved bruken av PESTEL og Porters Five Forces analysene har vi sette på eksterne forhold. I SWOT-analysen vil vi vise om disse faktorene kan kategoriseres som muligheter eller trusler

for selskapet. I VRIO-analysen så vi på de interne ressursene i selskapet. SWOT-analysen brukes til å identifisere om disse ressursene er styrker eller svakheter. Vi vil ta hensyn til flere av faktorene i denne oppsummeringen ved beregningene av avkastningskrav og ved estimering av fremtidige kontantstrømmer.



Tabell 2: Oppsummering av SWOT-analysen.



## 5. Regnskapsanalyse

En regnskapsanalyse er et nyttig verktøy for å få innsikt og forståelse over selskapets finansielle situasjon. Her regner man ut nøkkeltall for selskapet og verdidrivere som kan være nyttig i estimeringen av fremtidige kontantstrømmer. Ved å foreta en regnskapsanalyse ser man nærmere på hvordan selskapet skaper profitt, hvordan de er finansiert, og hvor mye kapital som går inn og ut. Formålet med analysen er å måle verdiskapningen til eierne, hvor verdien avhenger av investeringsvalgene (Brealey et al., 2017, s. 732). I en regnskapsanalyse sammenligner vi tall over tid, slik at vi finner selskapets utviklingstrend og kan se om de er inne i en positiv eller negativ utvikling (Hoff & Pedersen, 2019, s. 207). Analysen deles inn i tre deler; lønnsomhet, likviditet og soliditet. Ettersom interessentene er eierne og potensielle investorer, vil selskapets lønnsomhet være den viktigste faktoren å vurdere. Likviditet og soliditet forteller mer om selskapets konkurransedyktighet i forhold til bransjen.

I dette kapitlet skal vi gå nærmere inn på de ulike delene av en regnskapsanalyse og vurdere nøkkeltallene til SalMar og andre sammenlignbare konkurrenter. Basert på tidligere drøfting i kapittel 2.2.4 valgte vi å sammenligne SalMar med oppdrettsselskapene Lerøy, Grieg Seafood og Bakkafrost. I regnskapsanalysen vil vi fortsette å bruke disse som sammenlignbare selskaper. Dataen vi bruker i analysen er basert på regnskapsmessige tall fra selskapene for de siste 5 årene, og er hentet fra årsrapportene deres.

### 5.1 Lønnsomhet

Begrepet lønnsomhet handler om hvorvidt et selskap klarer å tjene penger på virksomheten, altså selskapers evne til å skape profitt. Vi kan beregne lønnsomheten ved hjelp av tre nøkkeltall; egenkapitalrentabilitet, totalkapitalrentabilitet og driftsmargin.

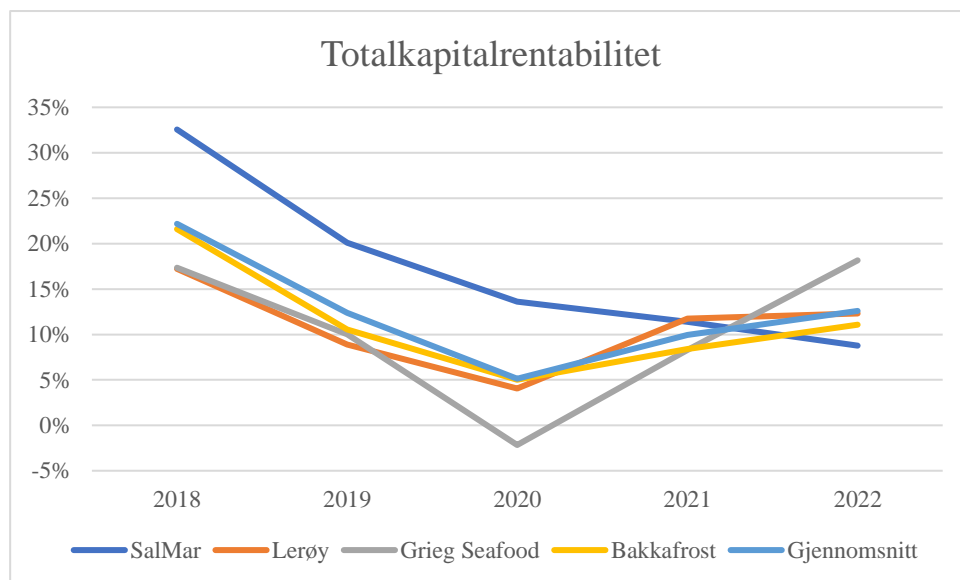
#### 5.1.1 Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabilitet måler lønnsomheten knyttet til totalkapitalen. Det vil si at man ikke bare tar stilling til investorenes perspektiv, men alle interessenter som er tilknyttet selskapets kapital (Damodaran, 2012, s. 44). Slik kan man se hvor effektivt selskapet klarer å bruke totalkapitalen for å skape profitt. Formelen for totalkapitalrentabilitet vises under i formel 15.

$$TK_r = \frac{\text{Ordinert resultat før skattekostnad + rentekostnader}}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}} \times 100 \%$$

Formel 15: Totalkapitalrentabilitet

Figur 12 under viser total kapitalrentabiliteten for SalMar og de sammenlignbare selskapene de siste fem årene. SalMar har historisk en høyere avkastning på total kapitalen enn alle de sammenlignbare selskapene frem til cirka 2021. Total kapitalrentabiliteten til SalMar har minket fra ca. 32% til 8% de siste fem årene. Dette kan skyldes blant annet investeringer SalMar har gjort knyttet til Smart Fish Farm. Det kan også skyldes oppkjøp, som enda ikke gir forventet avkastning. For 2022 ligger SalMar rett under bransjenivået.



Figur 11: Totalkapitalrentabilitet, 2018-2022 (tall hentet fra selskapenes årsrapporter)

### 5.1.2 Egenkapitalrentabilitet

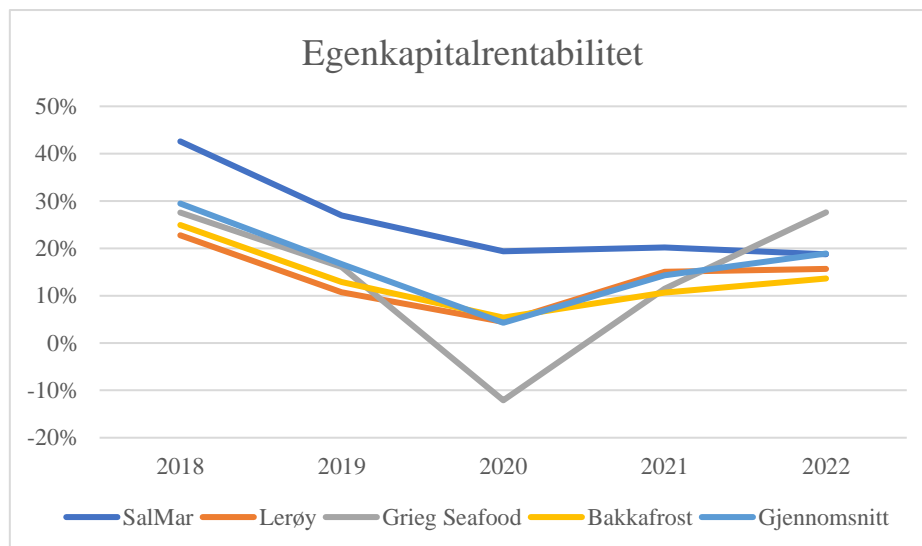
For å måle lønnsomheten knyttet til egenkapitalen regner man ut egenkapitalrentabilitet. Dette er det eierne forventer i avkastning på egenkapitalen de har tilført selskapet. Egenkapitalen er risikoutsatt og vil kun få avkastning dersom selskapet går i overskudd. Av den grunn stilles det høyere krav til størrelsen på avkastningen, ettersom investorer alltid heller kan velge et risikofritt alternativ med å plassere pengene i banken. Derfor bør egenkapitalrentabiliteten

reflektere både risikofri rente og risikopremien (Hoff & Pedersen, 2019, s. 217). Vi har valgt å benytte ordinært resultat etter skatt, slik ta nøkkeltallet reflekterer hva selskapet faktisk sitter igjen med etter skattekostnaden er trukket fra. Utregningen av egenkapitalrentabiliteten vises i formel 16 under.

$$EK_r = \frac{\text{Ordinert resultat etter skatt}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}} \times 100 \%$$

Formel 16: Egenkapitalrentabilitet

Figur 13 viser egenkapitalrentabiliteten for de ulike selskapene de siste 5 årene. SalMar har levert en betydelig høyere avkastning på egenkapital over flere år i forhold til de sammenlignbare selskapene. Årsaken til det kan være at SalMar leverer bedre årlige resultater i forhold til egenkapitalen, eller at de andre selskapene har foretatt tunge investeringer i den gitte perioden, som ikke har materialisert seg enda. Et av kravene for at et selskap skal være lønnsomt er at  $EK_r$  må være større enn  $TK_r$ . Grunnen er at det er større risiko knyttet til eierens kapital enn for eksempel kreditorenes kapital, da kreditorene vil få kapitalen sin tilbakebetalt før eierne ved en eventuell konkurs. SalMar oppfyller dette kravet hvert år.



Figur 12: Egenkapitalrentabilitet, 2018-2022 (tall hentet fra selskapenes årsrapporter)

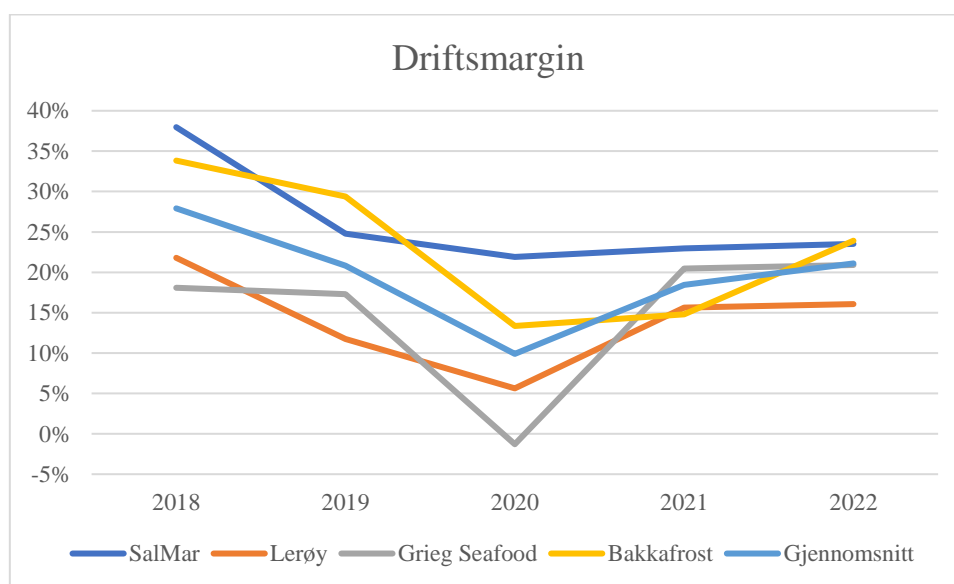
### 5.1.3 Driftsmargin

Driftsmarginen forteller hvor stor andel av driftsinntektene selskapet har igjen før finansielle forhold trekkes inn (Hoff & Pedersen, 2019, s.2020). Vi ser altså på selskapets lønnsomhet på operasjonelt nivå og ser bort fra virkningene av avskrivninger og nedskrivninger før skatt- og rentekostnader. Formelen for driftsmargin er illustrert i formel 17.

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

Formel 17: Driftsmargin

Figur 14 nedenfor viser driftsmarginen for de ulike selskapene de siste fem årene. SalMar har historisk sett høyere driftsmargin enn bransjen dersom vi ser bort fra den høye driftsmarginen til Bakkafrost i 2019. Dette viser at SalMar er mer kostnadseffektiv under drift sammenlignet med de andre selskapene. Det at SalMar har en driftsmargin over bransjegjennomsnittet, kommer trolig av større andel i VAP segmentet og vertikal integrering som bidrar til økte inntektene og reduserte kostnader.



Figur 13: Driftsmargin, 2018-2022 (tall hentet fra selskapenes årsrapporter)

## 5.2 Likviditet

Likviditetsanalyser brukes for å se på selskapets betalingsevne og vurdere nødvendige tiltak for å forbedre likviditeten. Likviditet kan defineres som en «beholdning av betalingsmidler som kontanter, bankinnskudd eller lett omsettbare verdipapirer» (Hoff & Pedersen, 2019, s. 261). En god likviditet vil si at selskapet har tilstrekkelige midler til å dekke deres løpende betalingsforpliktelser. Dette er viktige nøkkeltall for selskapet å følge med på, ettersom dårlig likviditet og betalingsproblemer i ytterste konsekvens kan føre til konkurs. Når man vurderer likviditeten til et selskap, ser man på omløpsmidlene i forhold til kortsiktig gjeld.

Omløpsmidler er de eiendelene som tilhører det kortsiktige varekretsløpet i selskapet, som varer, fordringer, investeringer, bankinnskudd og andre likvide midler (Hoff & Pedersen, 2019, s 58). Videre skal vi se nærmere på to typer likviditetsgrader.

### 5.2.1 Likviditetsgrad 1

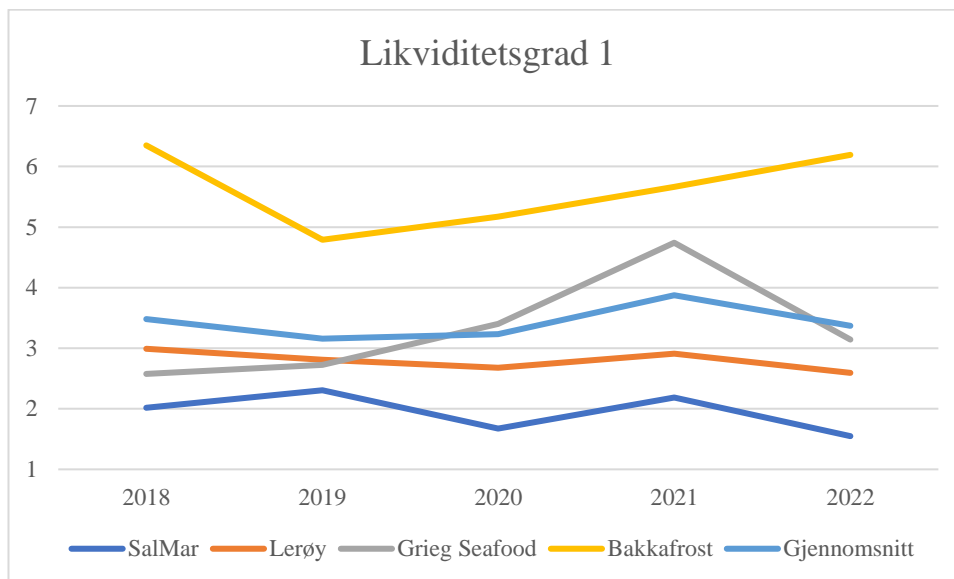
Likviditetsgrad 1 måler størrelsesforholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Det alminnelige kravet er at likviditetsgrad 1 skal være større eller lik 2. Summen av alle omløpsmidlene bør altså være minst dobbelt så høy som den kortsiktige gjelden.

Begrunnelsen er at varelageret ofte binder opp mye kapital og ikke alltid er like lett å omsette til likvide midler.

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

*Formel 18: Likviditetsgrad 1*

Figur 15 nedenfor viser likviditetsgrad 1 for SalMar og de sammenlignbare selskapene for de siste fem årene. Her gjør SalMar det dårlig sammenlignet med de andre selskapene, som kan tyde på at de ikke er like godt egnet til å betale ned sin kortsiktige gjeld. SalMar ligger rundt kravet historisk, men har i 2022 en likviditetsgrad 1 på bare 1,55. Dette indikerer dårlig likviditet og er ikke tilfredsstillende.



Figur 14: Likviditetsgrad 1, 2018-2022 (tall hentet fra selskapenes årsrapporter)

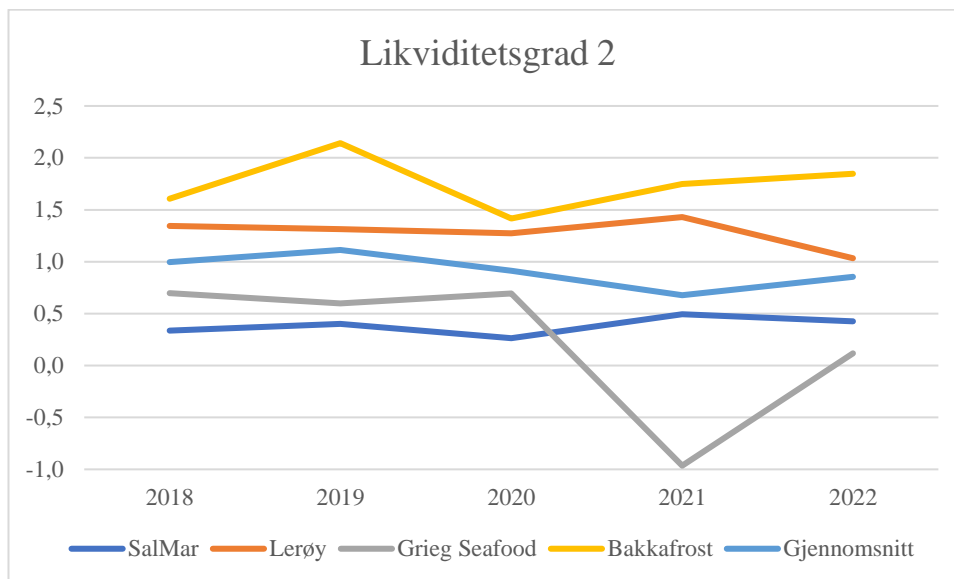
### 5.2.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 ser derimot kun på de mest likvide omløpsmidlene i forhold til kortsiktig gjeld. Dette er vanligvis omløpsmidler som kan omgjøres til likviditet i løpet av 0-3 måneder, som vil si at den ser bort fra varelageret (Hoff & Pedersen, 2019, s. 261). I oppdrettsbransjen vil dette reflektere virkeligheten godt, ettersom biologiske eiendeler utgjør varelageret, hvor verdien på fisken vil utvikle seg over tid og kan ikke omgjøres til kontanter før fisken er slakteklar. Derfor er dette det mest brukte nøkkeltallet for likviditet blant oppdrettsselskap. Det alminnelige kravet til likviditetsgrad 2 er at den burde være større eller lik 1.

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

Formel 19: Likviditetsgrad 2

Figur 16 under viser likviditetsgrad 2 for de ulike selskapene de siste fem årene. Der kan vi se at SalMar ligger langt under kravet og har ikke en tilfredsstillende likviditetsgrad. Historisk sett ligger de like under 0,5% og gjør det dårligst sammenlignet med bransjen, med unntak av Bakkafrost i 2021. Årsaken til den lave likviditetsgraden er at selskapets omløpsmidler består i størst grad av biologiske eiendeler og at de har relativt få utestående fordringer. SalMar har dermed få muligheter til å anskaffe likviditet fra omløpsmidlene.



Figur 15: Likviditetsgrad 2, 2018-2022 (tall hentet fra selskapenes årsrapporter)

### 5.3 Soliditet

Det økonomiske begrepet soliditet uttrykker et selskaps evne til å tåle tap. Soliditet kan beregnes med nøkkeltallet egenkapitalprosent (Hoff & Pedersen, 2019, s. 284). En større egenkapitalprosent vil da gi bedre forutsetninger for å tåle eventuelle tap over lengre perioder.

#### 5.3.1 Egenkapitalprosent

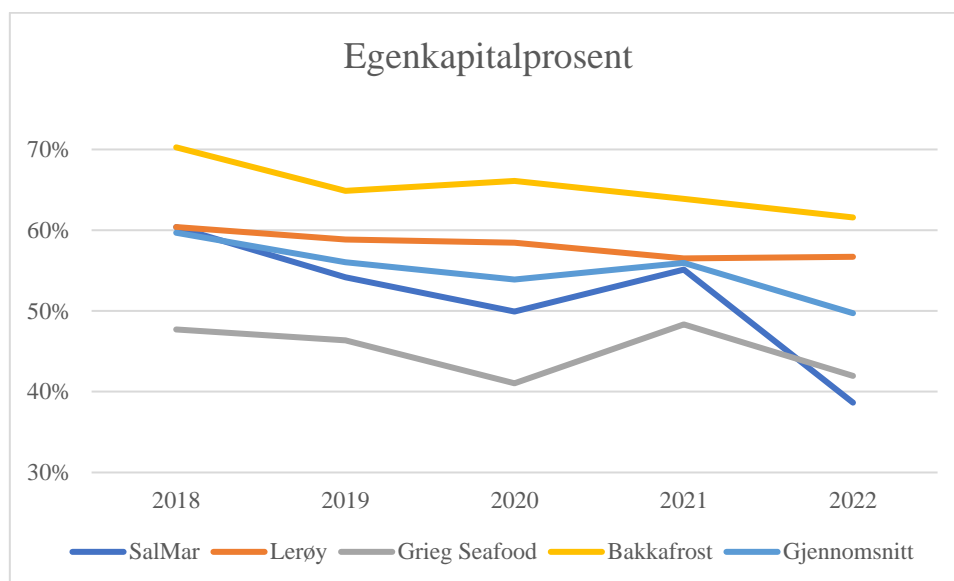
Egenkapitalprosenten er et soliditetsmål som forteller hvor stor andel av selskapets eiendeler som kan gå tapt før kreditorer og långivere blir påvirket. Kravet til en tilfredsstillende egenkapitalprosent vil avhenge av hvor kapitalintensiv bransjen er og forretningsmessig risiko, men et vanlig mål er at den bør være større enn 30% (Hoff & Pedersen, 2019, s. 329).

$$\text{Egenkapitalprosenten} = \frac{\text{Egenkapitalen}}{\text{Totalkapitalen}} * 100$$

Formel 20: Egenkapitalprosent

Figur 17 under viser egenkapitalprosenten for SalMar og de sammenlignbare selskapene for de siste fem årene. Her ser vi at SalMar ligger rett under gjennomsnittet, men er fortsatt over det anbefalte nivået, hvor den laveste egenkapitalprosent deres er på 39% i 2022. Den gjennomsnittlige egenkapitalprosenten for bransjen ligger på rundt 50% - 60%, noe som indikerer at oppdrettsbransjen er egenkapitalintensiv. Likevel er ikke nødvendigvis en høy

egenkapitalprosent alltid positivt, ettersom det er dyrere å finansiere et prosjekt med egenkapital enn gjeld.



Figur 16: Egenkapitalprosenten, 2018-2022 (tall hentet fra selskapene årsrapporter)

## 5.4 Oppsummering

Basert på observasjonene i regnskapsanalysen kan vi konkludere med at SalMar er det mest lønnsomme selskapet sammenlignet med de andre selskapene. På den andre siden viser de seg å være det minst likvide selskapet, noe som tilsier at de har vanskeligheter med å likvidere omløpsmidlene. SalMar har derimot god soliditet, i likhet med resten av bransjen. Dette gir investorene en følelse av trygghet ettersom bransjen vil kunne tåle store tap i dårlige økonomiske perioder. Et eksempel på dette er den ustabile perioden som er nå, med tanke på krigen i Ukraina, inflasjon og statlige reguleringer, hvor selskapene vil være godt egnet til å overleve økonomisk sett.



## 6. Estimering av fremtidige kontantstrømmer

Formålet med en fundamental verdsettelse er å finne nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene, gjennom estimeringer av den fremtidige utviklingen. Estimeringene tar utgangspunkt i historiske tall hentet fra SalMars års- og kvartalsrapporter, hvor vi tar forutsetninger basert på den strategiske analysen og regnskapsanalysen. Kontantstrømmene strekker seg over en tidsperiode på fem år.

### 6.1 Driftsinntekter

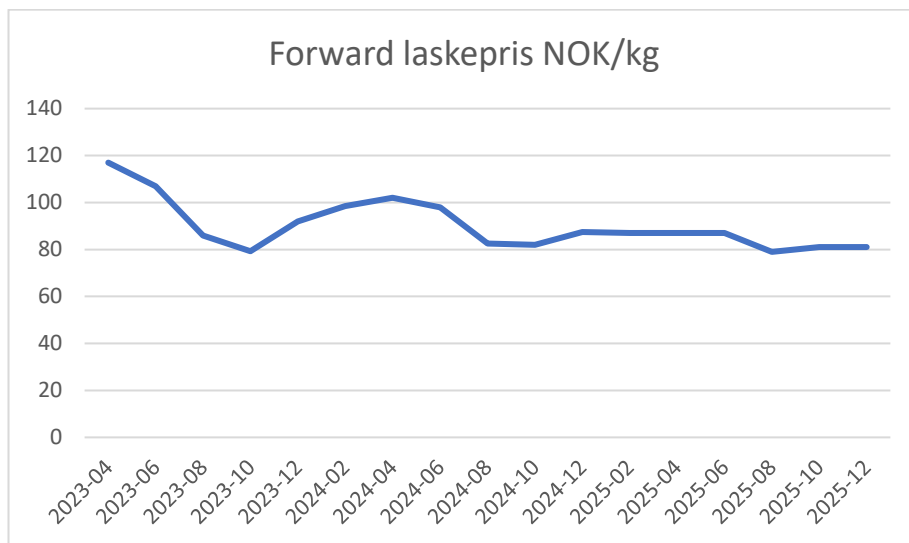
SalMars driftsinntekter består av salg av hel fisk, videreforedlet fisk, samt slaktetjenester (SalMar, 2023a, side 114). Driftsinntektene vil dermed bli påvirket av to hovedfaktorer: lakseprisen og slaktevolum. En andel av SalMars driftsinntekter kommer også fra VAP (Value-added product), som på norsk står for verditillagt produkt og er en betegnelse på lakseprodukter som er bearbeidet eller videreforedlet.

#### 6.1.1 Laksepris

Lakseprisen har holdt seg stabil rundt 60 kr/kg de siste årene, med unntak av pandemien da prisen gikk ned. Virkningen etter pandemien har nå gitt seg og prisen har økt siden 2021 frem til i dag, hvor den fortsetter å vokse. For å estimere fremtidig laksepris har vi valgt å bruke DNB Markets og Fish Pool som informasjonskilder.

DNB Markets estimerer prisen i 2023 til 90 kroner og 87 kroner for 2024 og 2025.

Oppdrettsselskapene tjener på at den norske kronen er svak grunnet at det meste av laks eksporteres i utenlandsk valuta, uttaler analysesjef for DNB Markets Alexander Aukner. Aukner mener også at prisantydningene analytikere har kommet med så langt har vært for konservative på grunn av grunnrenteskatten (Brennmoen, 2023). Fish Pool estimerer en pris rundt 94 kroner for 2023, 91 kroner for 2024 og rundt 80 kroner for 2025 (Fish Pool). Grafen nedenfor viser Fish Pools estimerte forward laksepris.



Figur 17: Forward laksepris NOK/KG (hentet fra Fish Pool)

Som sagt i den strategiske analysen vil økende befolkningsvekst, etterspørsel etter sunn mat, laksens omdømme og oppdrettsselskapers minimering av miljømessige fotavtrykk føre til økt etterspørsel etter laks.

Innovasjon og utvikling av ny teknologi, satsning på land- og havbasert oppdrett og økning av den totale produksjonen i markedet vil føre til at også tilbudet vil øke. Vi estimerer videre at tilbudet til slutt vil overgå etterspørselen som vil føre til at lakseprisen vil ha en negativ utvikling i årene kommer frem i tid. Vi velger å basere våre estimer for 2023 og 2024 med tallene fra DNB Markets. Tabell 3 viser estimert laksepris og prosentvis endring.

	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
Laksepris per kilo	90	87	87	85	84
Vekst	8,2 %	-3,3 %	0,0 %	-2,3 %	-1,2 %

Tabell 3: Estimert laksepris 2023-2027

### 6.1.2 Produksjonsvolum

For å estimere fremtidig slaktevolum ser vi på historiske verdier, den strategiske analysen vår og SalMars egne fremtidsutsikter. SalMar sier i sin årsrapport for 2022 at deres utvikling innen havbasert oppdrett har styrket deres slaktevolum i årene fremover. De sier i rapporten at de forventer et slaktevolum på 277.500 tonn i 2023, dette er en betydelig økning fra 2022

(SalMar, 2023a). Vi velger å ta hensyn til SalMars forventende slaktevolum i betraktningen vår av fremtidige estimeringer. Dette gjør vi fordi vi antar at SalMar har god kontroll på selskapets forventede produksjonsvolum. SalMar har derimot ikke uttalt seg om fremtidige slaktevolum etter år 2023, og vi velger da å benytte historiske tall for å kunne estimere veksten videre. SalMars slaktevolum har hatt en jevn økning de siste årene, med en særlig stor økning fra 2020 til 2021. Den gjennomsnittlige veksten er på 7,1%. Tabell 4 viser historisk slaktevolum og prosentvis vekst.

(Tonn)	2018	2019	2020	2021	2022
Slaktevolum	150 526	159 650	167 500	190 100	202 600
Vekst	4,5 %	6,1 %	4,9 %	13,5 %	6,6 %
Gjennomsnittlig vekst	7,1 %				

Tabell 4: Historisk slaktevolum

Som sagt tidligere i oppgaven forventes tilbudet av atlantisk laks i markedet å være relativt stabilt på 4% de neste årene. Vi forventer at SalMar som er et innovativt selskap innen havsbasert oppdrett, vil overgå denne verdien. Som tidligere nevnt i oppgaven, er SalMar i gang med byggingen av et nytt anlegg, Smart Fish Farm. Grunnrenteskatten satt derimot en midlertidig stopper for prosjektet som hadde planlagt utsettelse i 2024 (SalMar, 2023a). Anlegget vil bidra til å øke SalMars tilbud i fremtiden, men har ingen utslag for våre fremtidsprognoser. Ved estimeringen av 2023 velger vi å ta hensyn til SalMars forventede slaktevolum, som er en økning på 37% fra 2022 til 2023. Vi estimerer at de vil fortsette å vokse de neste årene, men forventer at veksten avtar slik at slaktevolumet vokser i mindre grad. I tabell 5 ser vi det estimerte slaktevolumet til SalMar for årene 2023 til 2027.

(Tonn)	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
Slaktevolum	277 500	299 700	320 679	339 920	356 916
Vekst	37 %	8 %	7 %	6 %	5 %

Tabell 5: Estimert slaktevolum 2023-2027.

### 6.1.3 VAP (Value added product)

For å kunne estimere de fremtidige driftsinntektene er vi også nødt til å estimere fremtidig VAP. Forskjellen mellom SalMars driftsinntekter og inntekter fra laks utgjør VAP. Historisk har SalMar en gjennomsnittlig VAP på 23%.

	2018	2019	2020	2021	2022
Inntekter fra laks (mNOK)	9 146	9 443	9 293	11 073	16 852
Driftsinntekter (mNOK)	11 343	12 238	12 912	15 044	20 158
VAP (mNOK)	2 197	2 794	3 619	3 971	3 306
VAP i %	19 %	23 %	28 %	26 %	16 %
Gjennomsnittlig VAP	23 %				

Tabell 6: Historisk VAP (inntekt i mNOK)

En mulig forklaring til den store nedgangen på 10% fra 2021 til 2022 kan være at SalMar produserte mer laks, de har høyere inntekt på laks. Samtidig forblir VAP den samme, som kan tyde at de ikke har mer kapasitet for videreforedling. Vi velger å bruke historisk gjennomsnittlig VAP på 23% som vår fremtidig estimering. VAP har historisk gått opp og ned og vi ser ingen tydelig trend som kan tyde dens fremtidige utvikling.

### 6.1.4 Oppsummering driftsinntekter

Vi har estimert fremtidig laksepris, slaktevolum og inntekt fra laks og VAP. Tabell 7 viser oppsummering av estimatene for driftsinntektene til SalMar. Når vi ser på estimering av fremtidige driftsinntekter ser vi at SalMar har en stabil økning av driftsinntekter frem i tid.

	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
Laksepris	90	87	87	85	84
Slaktevolum (tonn)	277 500	299 700	320 679	339 920	356 916
Inntekter fra laks (mNOK)	24 975	26 074	27 899	28 893	29 981
VAP (mNOK)	5 744	5 997	6 417	6 645	6 896
VAP i %	23 %	23 %	23 %	23 %	23 %
<b>Driftsinntekter</b>	<b>30 719</b>	<b>32 071</b>	<b>34 316</b>	<b>35 539</b>	<b>36 877</b>

Tabell 7: Estimerte driftsinntekter 2023-2027

## 6.2 Driftskostnader

Driftskostnader er kostnader som forekommer direkte fra driften til SalMar. Deler driftskostnadene inn i tre poster; varekostnader, lønnskostnader og andre driftskostnader. Vi velger å estimere fremtidige driftskostnader som en andel av driftsinntektene. Grunnlegger dette valget med at vi mener det er en sammenheng mellom driftsinntekten og kostnadene til SalMar siden driftskostnadene forekommer av direkte drift. Alle tall er hentet fra SalMars årsrapporter.

### 6.2.1 Varekostnader

I tabellen nedenfor som viser historisk varekostnad, ser vi at SalMar har en gjennomsnittlig varekostnad på 46% gjennom fem år. Varekostnadene utgjør en betydelig stor andel av driftsinntektene og består hovedsakelig av fiskefor. Observerer også at ingen av postene avviker noe spesielt fra gjennomsnittet på 46%. Det er ingen tydelige faktorer eller tegn som typer på at varekostnadene vil utgjøre noe større del av driftsinntektene i fremtiden.

<i>mNOK (1 000 000)</i>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>Gj.snitt</b>
Varekostnad	4 585	5 770	5 871	7 328	9 599	
% av driftsinntekt	40 %	47 %	45 %	49 %	48 %	46 %

Tabell 8: Historisk varekostnad (tall hentet fra årsrapportene til SalMar)

Vi velger å bruke den gjennomsnittlige varekostnaden på 46% for våre estimer av fremtidig varekostnad. Tabell 9 viser estimerte varekostnader.

<i>mNOK (1 000 000)</i>	<b>e2023</b>	<b>e2024</b>	<b>e2025</b>	<b>e2026</b>	<b>e2027</b>
Varekostnad	14 092	14 712	15 742	16 303	16 917
% av driftsinntekt	46 %	46 %	46 %	46 %	46 %

Tabell 9: Estimerte varekostnader 2023-2027

## 6.2.2 Lønnskostnader

Tabell 10 viser SalMars historiske lønnskostnader og hvor stor andel de utgjør av driftsinntektene. Andelen ligger på 9% og 10% historisk, med en gjennomsnittandel på 10%. Lønnskostnadene utgjør dermed en liten del av driftsinntektene.

<i>mNOK (1 000 000)</i>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>Gj.snitt</b>
Lønnskostnad	1 040	1 202	1 320	1 540	1 894	
% av driftsinntekt	9 %	10 %	10 %	10 %	9 %	10 %

Tabell 10: Historiske lønnskostnader (tall hentet fra årsrapportene til SalMar)

Vi velger å estimere fremtidig lønnskostnad til 10% av driftsinntektene som vist i tabell 11. Lønnskostnadene har historisk vært stabil og vi tror den vil fortsette å være en stabil andel av driftsinntektene de neste årene.

<i>mNOK (1 000 000)</i>	<b>e2023</b>	<b>e2024</b>	<b>e2025</b>	<b>e2026</b>	<b>e2027</b>
Lønnskostnad	3 001	3 133	3 353	3 472	3 603
% av driftsinntekt	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %

Tabell 11: Estimerte lønnskostnader 2023-2027

## 6.2.3 Andre driftskostnader

Under andre driftskostnader ligger poster som vedlikehold, frakt og leiekostnader. Andre driftskostnader på lik linje som lønnskostnadene, utgjør historisk en vesentlig stabil andel av driftsinntektene. Se tabell 12. Gjennomsnittet for de fem årene er 15%.

<i>mNOK (1 000 000)</i>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>Gj.snitt</b>
Andre driftskostnader	1 768	1 479	1 902	2 443	3 446	
% av driftsinntekt	16 %	12 %	15 %	16 %	17 %	15 %

Tabell 12: Historiske andre driftskostnader (tall hentet fra årsrapportene til SalMar)

Det er ingenting som tyder på at andre driftskostnader vil utgjøre en større andel av driftsinntektene i fremtiden enn de har gjort de siste fem årene. Vi velger derfor å bruke den gjennomsnittlige prosenten på 15% for vår fremtidige estimering av andre driftskostnader.

<i>mNOK (1 000 000)</i>	<b>e2023</b>	<b>e2024</b>	<b>e2025</b>	<b>e2026</b>	<b>e2027</b>
Andre driftskostnader	4 653	4 858	5 198	5 383	5 586
% av driftsinntekt	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %

Tabell 13: Estimerte andre driftskostnader 2023-2027

#### 6.2.4 Oppsummering driftskostnader

Tabell 14 oppsummerer alle estimerte varekostnader, lønnskostnader og andre driftskostnader, og viser i tillegg estimerte totale driftskostnader. Alle postene har historisk utgjort en stabil andel av driftsinntektene, noe som gjør at vi tror de vil utgjøre en stabil andel også i fremtiden.

<i>mNOK (1 000 000)</i>	<b>e2023</b>	<b>e2024</b>	<b>e2025</b>	<b>e2026</b>	<b>e2027</b>
Varekostnad	14 092	14 712	15 742	16 303	16 917
Lønnskostnad	3 001	3 133	3 353	3 472	3 603
Andre driftskostnader	4 653	4 858	5 198	5 383	5 586
<b>Sum driftskostnader</b>	<b>21 747</b>	<b>22 704</b>	<b>24 293</b>	<b>25 159</b>	<b>26 106</b>

Tabell 14: Oppsummering estimerte driftskostnader 2023-2027

Tabell 15 viser estimering av fremtidig EBITDA, som er driftsresultatet før skatt, renter og av- og nedskrivninger.

<i>mNOK (1 000 000)</i>	<b>e2023</b>	<b>e2024</b>	<b>e2025</b>	<b>e2026</b>	<b>e2027</b>
Driftsinntekter	30 719	32 071	34 316	35 539	36 877
Driftskostnader	21 747	22 704	24 293	25 159	26 106
<b>EBITDA</b>	<b>8 972</b>	<b>9 367</b>	<b>10 023</b>	<b>10 380</b>	<b>10 771</b>

Tabell 15: Estimert EBITDA 2023-2027

### 6.3 Produksjonsavgift

Regjeringen ga ut en pressemelding 28. februar 2023 at produksjonsavgiften på laks, ørret og regnbueørret settet til 90 øre per kilo sløyd fisk. Avgiftsplikten oppstår først når fisken er slaktet og er fradragsberettiget grunnrenteskatten. Avgiften har økt betydelig fra 40,5 øre per kg i 2022, da SalMars produksjonsavgift var 85,2 millioner. Med den nye satsen, i tillegg til høyere forventet slaktevolum, vil derfor produksjonsavgiften være betraktelig større i 2023.

Tabell 16 viser estimert produksjonsavgift. Produksjonsavgiften øker i takt med økningen av slaktevolum og holder seg på en stabil prosentandel av driftsinntektene.

<i>mNOK (1 000 000)</i>	<b>e2023</b>	<b>e2024</b>	<b>e2025</b>	<b>e2026</b>	<b>e2027</b>
Slaktevolum (tonn)	277 500	299 700	320 679	339 920	356 916
Vekst	37 %	8 %	7 %	6 %	5 %
Produksjonsavgift	250	270	289	306	321
% av driftsinntekt	0,8 %	0,8 %	0,8 %	0,9 %	0,9 %

Tabell 16: Estimert produksjonsavgift 2023-2027

### 6.4 Avskrivninger

Oppkjøp av varige driftsmidler vil bli ført som en utgift ved oppkjøpet, og kostnadsført som avskrivninger utover levetiden til eiendelen. Historisk utgjør avskrivningene i gjennomsnitt 5% av driftsinntektene til SalMar, se tabell 17.

<i>mNOK (1 000 000)</i>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>Gj.snitt</b>
Avskrivninger	488	717	781	803	1 001	
% av driftsinntekt	4 %	6 %	6 %	5 %	5 %	5 %

Tabell 17: Historiske avskrivninger (tall hentet fra årsrapportene til SalMar)

Investeringene til SalMar øker betraktelig i 2022 noe vi kommer mer inn på senere i kapitlet. Disse avskrivningene skal avskrives fra 2023. Med dette i betraktning velger vi derfor å skru opp andelen de første årene i estimeringer slik at avskrivningene stemmer overens med investeringene som blir gjort. Tabell 18 viser estimerte avskrivninger.



<i>mNOK (1 000 000)</i>	<b>e2023</b>	<b>e2024</b>	<b>e2025</b>	<b>e2026</b>	<b>e2027</b>
Avskrivninger	1 843	2 245	2 745	2 843	3 319
% av driftsinntekt	6 %	7 %	8 %	8 %	9 %

Tabell 18: Estimerte avskrivninger 2023-2027

## 6.5 Investeringer

Investeringer er kapital selskaper bruker ved oppgraderinger og vedlikehold av fysiske eiendeler som selskapet allerede eier, eller ved innkjøp av nye eiendeler. Disse eiendelene kan være utstyr, bygg eller eiendom. (PP&E). Tabell 19 viser SalMars historiske investeringer. Historisk har SalMars investeringer økt. De økte betydelig fra 2018 til 2019 og fra 2021 til 2022. En grunn til den høye økningen fra 2021 til 2022 kan være investeringer knyttet til SalMars nye prosjekt Smart Fish Farm. Formelen for beregning av investeringer (CapEx) vises i formel 21 under tabellen.

<i>mNOK (1 000 000)</i>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>Gj.snitt</b>
Eiendom, bygg og utstyr (PP&E)	3 591	4 940	6 403	8 010	12 518	
Endring i PP&E	-13	1 348	1 463	1 607	4 508	
Avskrivninger	488	717	781	803	1 001	
Netto investeringer (CapEx)	474	2 065	2 244	2 410	5 509	
% av driftsinntekter	4 %	17 %	17 %	16 %	27 %	16 %

Tabell 19: Historiske netto investering (CapEX)

$$CapEx = \Delta PP\&E + Periodens\ avskrivninger$$

$$CapEx = Investeringer$$

$$\Delta PP\&E = Endring\ i\ eiendom,\ bygninger\ og\ utstyr$$

Formel 21: Investeringer (CapEx)

Som følge av grunnrenteskatten har SalMar satt alle nye større prosjekter på vent i Norge. Selskapet uttaler at de kun vil ferdigstille prosjekter allerede sanksjonert i 2023. SalMar skriver samtidig i sin årsrapport for 2022 at de forventer å investere 2,1 milliarder kroner i 2023 (SalMar, 2023a). Vi velger i vår estimering av fremtidige investeringer å sette en del høyere investeringer enn hva SalMar sier de forventer å investere i 2023. Hadde vi tatt hensyn

til SalMars forventninger om investeringer i 2023, forventer vi at de lave investeringene i 2023 ville blitt tatt igjen de senere årene med høye investeringer. Tabell 21 viser vår estimerte netto investeringer til SalMar.

<i>mNOK (1 000 000)</i>	<b>e2023</b>	<b>e2024</b>	<b>e2025</b>	<b>e2026</b>	<b>e2027</b>
Netto investeringer (CapEx)	6 144	5 131	4 804	4 265	3 319
% av driftsinntekter	20 %	16 %	14 %	12 %	9 %

Tabell 20: Estimerte netto investeringer (CapEx) 2023-2027

## 6.6 Arbeidskapital

Arbeidskapital defineres som differansen mellom selskapets omløpsmidler og kortsiktig gjeld. SalMars arbeidskapital har de siste fem årene hatt en negativ utvikling. Arbeidskapital sier noe om hvor gode evner selskaper har til å møte økonomiske forpliktelser. SalMars arbeidskapital har sunket fra 31% i 2018 til 21% i 2022. Dette betyr at selskapets kortsiktige gjeld har økt i verdi i forhold til selskapets verdi av omløpsmidler.

<i>mNOK (1 000 000)</i>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>Gj.snitt</b>
Driftsinntekt	11 343	12 238	12 912	15 044	20 158	
Arbeidskapital	3 489	4 242	3 182	5 558	6 189	
% av driftsinntekt	31 %	35 %	25 %	37 %	31 %	31,5 %

Tabell 21: Historisk arbeidskapital (tall hentet fra årsrapportene til SalMar)

Gjennomsnittet er 31,5% og de historiske tallene viser en ujevn trend de siste årene, så vi velger å bruke 31% i estimeringen av arbeidskapitalen for de neste 5 årene. Tabell 23 viser fremtidig estimering av arbeidskapital.

<i>mNOK (1 000 000)</i>	<b>e2023</b>	<b>e2024</b>	<b>e2025</b>	<b>e2026</b>	<b>e2027</b>
Driftsinntekt	30 719	32 071	34 316	35 539	36 877
Arbeidskapital	9 523	9 942	10 638	11 017	11 432
% av driftsinntekt	31 %	31 %	31 %	31 %	31 %
△ Arbeidskapital	3 334	419	696	379	415

Tabell 22: Estimert arbeidskapital 2023-2027

## 6.7 Skatt

Som nevnt i kapittel 4.1.1 har regjeringen innført en grunnrenteskatt på havbruk med virkning fra 1. januar 2023. Opprinnelig ble det foreslått en skattesats på 40%, men denne ble satt ned til 35% i et nytt lovforslag fra regjeringen som kom den 28. mars. Endelig avklaring på hva skattesatsen blir, forventes nærmere sommeren. Derfor velger vi å ta utgangspunkt i det siste forslaget som foreligger, med en grunnrenteskatt på 35%. Selskapets havbaserte aktiviteter vil dermed skattlegges med både grunnrenteskatt og selskapsskatt, som utgjør en skattesats på 57%. Grunnrenteskatten utformes som en kontantstrømskatt som vil si at inntekter og investeringer skattlegges løpende det samme året.

Ettersom vi ikke har nok data til å skille nøyaktig hva som tillegges grunnrenteskatt og ikke, velger vi å finne en vektet gjennomsnittlig skattesats for hele virksomheten. For å gjøre dette, bruker vi fordelingen SalMar viser til i 4. kvartalsrapport for 2022. Der oppgir de at høsting av fisk omfatter omtrent 400 000 tonn av produksjonen, og videreforedlingen omfatter omtrent 150 000 tonn (SalMar ASA, 2023b, s. 4). Dette er henholdsvis 73% og 27% av totalt produksjonsvolum, der vi antar at SalMar må betale grunnrenteskatt på førstnevnte og kun 22% selskapsskatt på resterende. Ved å vekte dette, finner vi en gjennomsnittlig skattesats på 47,6%. Formel 22 under viser utregningen.

$$(0,73 \times 0,57) + (0,27 \times 0,22) = 0,476 = 47,6\%$$

*Formel 22: Vektet gjennomsnittlig skattesats*

Gitt at det er så stor usikkerhet fremover med tanke på skatten, velger vi å justere satsen ned. En av grunnene til det, er at ved eventuelle fremtidige endringer av grunnrenteskatten, så forventes det en ytterligere reduksjon og ikke økning. En annen grunn er at grunnrenteskatten utformes som en kontantstrømskatt med umiddelbart fradrag for investeringer, og er dermed lavere enn en skattesats som baseres på ordinære skattemessige avskrivninger. I tillegg har SalMar skattbare resultater i utlandet med lavere skattesats, noe vi ikke har tatt med i vektingen. Basert på dette, antar vi at den effektive skattesatsen vil bli relativt lavere, og velger derfor å justere den ned til 40%. Videre i verdsettelsen kommer vi til å anvende dette som skattesats for hele virksomheten. I kapittel 9 vil vi utføre en sensitivitetsanalyse for å se hvor stor påvirkning en endring i skattesatsen vil ha på den estimerte aksjeprisen.

## 6.8 Fri kontantstrøm

Tabell 24 viser de estimerte kontantstrømmene for SalMar i årene 2023 til 2027

<i>mNOK (1 000 000)</i>	<b>e2023</b>	<b>e2024</b>	<b>e2025</b>	<b>e2026</b>	<b>e2027</b>
Driftsinntekter	30 719	32 071	34 316	35 539	36 877
Driftskostnader	21 747	22 704	24 293	25 159	26 106
Avskrivninger	1 843	2 245	2 745	2 843	3 319
<b>Driftsresultat</b>	<b>7 129</b>	<b>9 367</b>	<b>10 023</b>	<b>10 380</b>	<b>10 771</b>
Skatt (40%)	2 852	3 747	4 009	4 152	4 308
<b>Resultat etter skatt</b>	<b>4 278</b>	<b>5 620</b>	<b>6 014</b>	<b>6 228</b>	<b>6 462</b>
Avskrivninger	1 843	2 245	2 745	2 843	3 319
Investeringer (CapEx)	6 144	5 131	4 804	4 265	3 319
Endring i arbeidskapital	3 334	419	696	379	415
<b>Fri kontantstrøm til totalkapital</b>	<b>-3 358</b>	<b>2 315</b>	<b>3 259</b>	<b>4 427</b>	<b>6 048</b>

Tabell 23: Estimert fri kontantstrøm til totalkapitalen

## 6.9 Terminalverdi

For å estimere veksten til SalMar etter år 2027 og frem i evig tid, bruker vi en terminalverdi. Den bygger blant annet på en vekstrate som skal reflektere veksten til selskapets kontantstrømmer på ubestemt tid. BNP har hatt en gjennomsnittlig vekst nærliggende 3,5% på verdensbasis de siste 40 årene, noe som setter et øvrig tak for veksten i selskapet (International Monetary Fund, 2023). Dette begrunnes ved at et enkelt selskap ikke kan vokse seg større enn hele økonomien.

Basert på strategisk analyse vet vi at SalMar investerer en del i teknologiutvikling og satser blant annet sterkt på havoppdrett, og antar derfor at de vil ha en stabil og god vekst fremover. På bakgrunn av regnskapsanalysen anerkjenner vi SalMar som et solid og veletablert oppdrettsselskap som vil eksistere langt frem i tid, og setter terminalveksten til 2%. Denne verdien er noe vanskelig å beregne og er en sensitiv variabel for den endelige verdiberegningen. Vi vil derfor drøfte den videre i sensitivitetsanalysen i kapittel 9 og se nærmere på hvordan en endring i terminalverdi vil påvirke verdsettelsen. Selve terminalverdien vil bli beregnet i kapittel 8 ved den endelige verdiberegningen.

## 7. Avkastningskrav

For å kunne beregne endelig verdi av selskapet må vi estimere et avkastningskrav som skal reflektere fremtidig risiko og fungere som en diskonteringsfaktor. Ettersom selskapet er finansiert med både egenkapital og gjeld, vil vi anvende avkastningskravet til totalkapitalen ved verdsettelsen. For å finne avkastningskravet bruker vi WACC-modellen som vektet etter selskapets ulike finansieringskilder. I utregningene anvender vi teorien fra kapittel 3, og tallene som blir lagt frem er hentet fra selskapets tilgjengelige rapporter, Oslo Børs og databaser.

### 7.1 Avkastning til egenkapitalen

I dette kapitlet skal vi estimere avkastningskravet til egenkapitalen ved hjelp av kapitalverdimodellen (CAPM). Som nevnt i teoridelen bygger denne modellen på tre parametere; risikofri rente, markedets risikopremie og beta. Etter å ha beregnet disse får vi et avkastningskrav som videre vil bli brukt som en av komponentene for å finne avkastningskravet til totalkapitalen i kapittel 7.2.

#### 7.1.1 Risikofri rente

Ved valg av en risikofri rente er det viktig, som sagt i kapittel 3.1.1.2, at den reflekterer tidshorizonten til de genererte kontantstrømmene. Vi velger å ta utgangspunkt i en norsk tiårig statsobligasjon, som er det mest vanlige å anvende. Ifølge World governmentbonds vil Norges tiårige statsobligasjon ha en yield på 3,2% (Worldgovernmentbonds, 2023). Norges Bank har en risikofri rente på 3,1 per 04.05.2023 (Norges Bank, 2023). Vi vil med hensyn til denne informasjonen bruke en risikofri rente på 3,1% videre i utregningene.

#### 7.1.2 Markedets risikopremie

Hensikten med markedets risikopremie, som sagt i kapittel 3.1.1.2, er å kompensere investorene for den ekstra risikoen de påtar seg ved å investere i et selskap. PWC utgir hvert år rapporter om markedets risikopremie, i samarbeid med FFN. Ifølge deres rapport var gjennomsnittlig risikopremie på 4,9% for 2022, med en median på 5% som har vært stabil de siste 10 årene. Deres rapport sier også at flere mener at innføringen av grunnrenteskatten vil

føre til en økning i markedsrisikopremien til 5,9%. Vi velger å bruke den historiske markedsrisikopremien på 5% i våre beregninger.

### 7.1.3 Regresjonsbeta

Regresjonsbeta, som sagt i kapittel 3.1.1.2, er en metode for å måle selskapets avkastning i forhold til avkastningen til markedsporteføljen. SalMar har lenge vært et børsnotert selskap så vi velger å bruke historiske tall hentet fra Oslo Børs når vi skal beregne beta. Tallene er hentet per 05.05.23. Vi velger å bruke månedlig gjennomsnitt for de siste 5 årene, 01.06.2018-01.05.2023. Bakgrunnen for valget med bruk av månedlig data er at dette medfører mindre støy enn daglige observasjoner. Referanseindeksen som brukes er Oslo Børs Index (OSEBX). OSEBX-indeksen er tungt vektet innen oljesektoren. Regresjonsbetaen til SalMar er regnet ut i figur 19 nedenfor, ved hjelp av en regresjonsanalyse i Excel.

Regresjonsstatistikk								
Multipel R	0,39632246							
R-kvadrat	0,1570715							
Justert R-kvadrat	0,14228328							
Standardfeil	0,09147875							
Observasjoner	59							
Variansanalyse								
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>			
Regresjon	1	0,08888366	0,08888366	10,6213934	0,001887417			
Residualer	57	0,4769966	0,00836836					
Totalt	58	0,56588026						
	<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	0,00482378	0,01201934	0,40133511	0,6896741	-0,019244531	0,028892098	-0,019244531	0,028892098
X-variabel 1	<b>0,81021704</b>	0,24860544	3,25904793	0,00188742	0,312393236	1,308040846	0,312393236	1,308040846

Figur 18: Regresjonsanalyse av SalMar

SalMars regresjonsbeta er beregnet til 0,8102 ved hjelp regresjonsanalysen. Tabellen viser en Justert R-kvadrat på 14,2%. Dette betyr at 14,2% av SalMars risiko stammer fra markedet, de resterende 85,8% er SalMars usystematiske risiko.

Selskap	Regresjonsbeta
SalMar	0,8102
Lerøy	0,9904
Grieg	0,9426
Bakkafrost	0,9051
Gjennomsnitt	0,9121

Tabell 24: Regresjonsbeta for SalMar og de sammenlignbare selskapene

Tabell 25 viser SalMars og de sammenlignbare selskaperes regresjonsbeta samt gjennomsnittet. SalMar har en regresjonsbeta som er lengst unna 1, sammenlignet med de andre selskapene.

#### 7.1.4 Fundamental beta

Fundamental beta er en annen tilnærming til å regne ut beta, hvor man ender opp med en bottom-up beta. Fundamental beta baseres på de fundamentale faktorene i selskapet. Vi bruker regresjonsbetaene fra 7.1.3 og estimerer en gjennomsnittlig unlevered beta til 0,67. Deretter beregner vi levered beta ved å gire opp beta med selskapets finansielle vektning. Resultatet blir en levered beta på 0,98. Tabell 26 viser selskaperes gjeldsgrad, skattesats, regresjonsbeta, gjennomsnittlig unlevered beta, levered beta og justert levered beta.

	Gjeldsgrad	Skattesats	Regresjons Beta	Unleverd Beta
SalMar	61,4 %	22 %	0,8102	0,55
Lerøy	43,3 %	22 %	0,9904	0,74
Grieg	49,6 %	22 %	0,9426	0,68
Bakkafrost	38,4 %	22 %	0,9051	0,70
Gjennomsnittlig unlevered beta				0,67
Levered beta				0,98
<b>Justert leverd beta</b>				<b>0,99</b>

Tabell 25: Justert levered beta for SalMar

Basert på regnskapsanalysen ser vi at SalMar er et lønnsomt selskap og har en høy grad av soliditet. Vi har derfor ingen tro på at selskapet vil gå konkurs. Vi har derimot tro på at SalMars beta vil på sikt nærme seg markedsindeksen. Vi velger derfor å justere SalMars

regresjonsbeta mot 1 ved bruk av Bloombergs metode (Damodaran, 2012, s. 187). Formel 23 viser justeringen som gir oss en endelige beta på 0,99.

$$\text{Justert beta} = R\text{åbeta}(0,98) + 1(0,33)$$

$$\text{Justert beta} = 0,98 \times 0,67 + 1 \times 0,33 = 0,99$$

*Formel 23: Justert beta*

### 7.1.5 Oppsummering av avkastningskravet til egenkapital/Kapitalverdimodellen

Vi har nå funnet alle parameterne vi trenger for å beregne avkastningskravet til egenkapitalen, den risikofrie renten, markedets risikopremie og justert beta. Vi bruker kapitalverdi modellen (CAPM) og får et avkastningskrav på 8,05 %. Avkastningskravet vil bli brukt senere som en parameter for utregning av avkastningskravet til total kapitalen.

$$\text{Avkastningkrav til egenkapital} = (3,1\% + 0,99) * 5\%$$

*Formel 24: Estimert avkastningskrav til egenkapital*

Risikofri rente	3,1 %
Markedsrisikopremie	5 %
Beta	0,99
<b>Avkastningskrav til egenkapitalen</b>	<b>8,05 %</b>

*Tabell 26: Avkastningskrav til egenkapital*

## 7.2 Avkastningskrav til total kapitalen

Vi har nå funnet avkastningskravet til egenkapitalen ved bruk av CAPM og skal beregne avkastningskravet til total kapitalen, hvor vi vil bruke WACC. Avkastningskravet til egenkapitalen blir brukt som en parameter, sammen med markedsverdien av SalMars total kapital og gjeldskostnad.



### 7.2.1 Markedsverdi egenkapital

For å finne markedsverdien til SalMars egenkapital multipliserer vi aksjekursen med antall utestående aksjer. Aksjekursen til SalMar per 05.05.2023 var kr 450,9. Aksjekursen per 05.05.2023 er hentet fra Nordnet. Antall utestående aksjer per 31.12.2022 var 145 138 920, hentet fra SalMars årsrapport. Får en markedsverdi av egenkapital 65 443 139 028. Utregningen vises i tabell 28.

<b>Markedsverdi egenkapital</b>	
Aksjekurs 05.05.2023	450,9
Antall utestående aksjer	145 138 920
<b>Markedsverdi egenkapital</b>	<b>65 443 139 028</b>

Tabell 27: Markedsverdi egenkapital

### 7.2.2 Markedsverdi gjeld

Å definere markedsverdi av et selskaps gjeld kan være utfordrende. Vi velger derfor å se på den bokførte verdi av rentebærende gjeld. Den bokførte verdien av rentebærende gjeld ved årsskifte 2022 til 2023 var 19 079 386 000. Verdien er hentet fra SalMars årsrapport for 2022.

<b>Markedsverdi gjeld</b>
19 079 386 000

Tabell 28: Markedsverdi gjeld

### 7.2.3 Egenkapitalkostnad

Egenkapitalkostnaden er som sagt i kapittel 3.1.2.2, det selskapet krever i avkastning på en investering for å møte investorenes krav til avkastning på egenkapitalen. Vi vil her bruke avkastningskravet vi kom frem til i beregningen av avkastningskravet til egenkapitalen, et avkastningskrav på 8,05%.

### 7.2.4 Gjeldskostnad

Gjeldskostnaden er summen av risikofrirente og misligholds risikoen på selskapets gjeld. Det er flere måter å beregne gjeldskostnaden. Vi velger å finne den ved å se på historiske rentekostnader og rentebærende gjeld. Alle tall er hentet fra SalMars årsrapporter. Utregning

vises i tabell 30. Ser historisk at rentekostnaden har gått ned. Vi velger å bruke det historiske gjennomsnittet på 3,6% som vår gjeldskostnad.

<i>mNOK (1 000)</i>	2018	2019	2020	2021	2022
Rentebærende gjeld	1 767 304	3 762 714	6 049 757	6 445 000	23 217 390
Rentekostnad	116 101	170 190	149 854	184 646	364 247
<b>Gjeldskostnad</b>	<b>6,6 %</b>	<b>4,5 %</b>	<b>2,5 %</b>	<b>2,9 %</b>	<b>1,6 %</b>
Gjennomsnitt	3,6 %				

Tabell 29: Historisk gjeldskostnad (tall hentet fra årsrapportene til SalMar)

Vi velger også å beregne ut gjeldskostnaden ved bruk av en syntetisk kredittvurdering basert på selskapets finansielle forhold. En syntetisk rating er basert på en standardisert tabell for påslag av misligholdsrisiko. Tabell 31 illustrerer den standardiserte tabellen.

<i>Interest Coverage Ratio</i>	<i>Rating</i>	<i>Spread</i>
>8	AAA	0,50 %
6,5-8,5	AA	0,65 %
5,5-6,5	A+	0,85 %
4,25-5,5	A	1,00 %
3-4,25	A-	1,10 %
2,5-3	BBB	1,60 %
2-2,5	BB	3,35 %
1,75-2	B+	3,75 %
1,5-1,75	B	5,00 %
1,25-1,5	B-	5,25 %
0,8-1,25	CCC	8,00 %
0,65-0,8	CC	10,00 %
0,2-0,65	C	12,00 %
<0,2	D	14,00 %

Tabell 30: Standardisert tabell for påslag av misligholdsrisiko

Det vi gjør først er å finne rentedekningsgraden til SalMar ved å dividere EBIT på rentekostnad. Tabell 32 viser utregninger og vi får et rentedekningsbidrag på 12.

EBIT	4 464 571
Rentekostnad	364 247
<b>Interest coverage ratio</b>	<b>12</b>

Tabell 31: SalMars rentedekningsgrad

Et rentedekningsbidrag på 12 gir SalMar ratingen AAA med risikopåslag på 0,5% fra den standardiserte tabellen. Som sagt i kapittel 7.1.1 er den risikofrie renten på 3,1%. Den risikofrie renten adderes med risikopåslaget, og utgjør en gjeldskostnad på 3,6%. Resultatene vi kom fra til ved anvendelse av to ulike metoder er av lik verdi. Vi mener derfor en gjeldskostnad på 3,6% er et godt estimat.

### 7.2.5 WACC

Vi har nå alle parameterne som trengs for å regne ut avkastningskravet til totalkapitalen, ved bruk av WACC. Multipliserer gjelds- og egenkapitalgradene av selskapets markedsverdi med deres respektive kapitalkostnader. Formel 25 viser utregningen av WACC som resulterer i et avkastningskrav til totalkapitalen på 6,87%.

$$WACC = \frac{65\,443}{84\,523} \times 8,05\% + \frac{19\,079}{84\,523} \times 3,6\%(1 - 22\%) = 6,87\%$$

*Formel 25: Avkastningskrav til totalkapital*

## 8. Verdiberegning

Etter å ha estimert de fremtidige kontantstrømmene og avkastningskrav, kan vi nå fullføre den fundamentale verdsettelsen. Diskonterer kontantstrømmene fra år 2023 til 2027 samt terminalverdien med avkastningskravet på 6,87%. Ved anvendelse av kontantstrømmodellen (DCF) har vi nå beregnet nåverdien av kontantstrømmen, se tabell 33 for utregninger.

<i>mNOK (1 000 000)</i>	<b>e2023</b>	<b>e2024</b>	<b>e2025</b>	<b>e2026</b>	<b>e2027</b>
Kontantstrøm til total kapital	-3 358	2 315	3 259	4 427	6 048
Avkastningskrav total kapital	6,87 %	6,87 %	6,87 %	6,87 %	6,87 %
Nåverdi av kontantstrøm	-3 142	2 027	2 670	3 395	4 339

Tabell 32: Estimert nåverdi av fremtidige kontantstrømmer til total kapitalen, 2023-2037

Kan nå estimere nåverdi av terminalverdi. Bruker estimert kontantstrøm til total kapitalen for 2027, en konstant vekstrate til terminalverdi på 2% og WACC for å regne ut terminalverdien. Utregningen av terminalverdien er vist i formel 26 og gir en nåverdi av terminalverdi på 126 765 millioner.

$$\text{Terminalverdi} = \frac{6\,048 \times (1 + 2\%)}{(6,87\% - 2\%)} = 126\,765 \text{ millioner}$$

Formel 26: Nåverdi av terminalverdi

Tabell ? viser summen av de diskonterte kontantstrømmene og nåverdi av terminalverdien. Summen av disse utgjør selskapets totale verdi på 100 237 millioner NOK. Netto gjeld trekkes fra selskapsverdi og vi sitter igjen med verdien av SalMars egenkapital, som er 81 158 millioner NOK. Utregning vises i tabell 43.

<b>Verdiberegning</b>	
Nåverdi av kontantstrøm	9 289
Nåverdi av terminalverdi	90 949
Selskapsverdi	100 237
Netto gjeld	19 079
<b>Verdi egenkapital</b>	<b>81 158</b>

Tabell 33: Verdiberegning

Ved å ta verdien av egenkapital til selskapet dividert på antall utestående aksjer, blir resultat verdi per aksje eller lettere sagt aksjeprisen. Denne utregningen vises i tabell 35 og aksjeprisen blir 559 kroner NOK.

<b>Aksjepris</b>	
Verdi egenkapital	81 158 083 826
Antall utestående aksjer	145 138 920
<b>Verdi per aksje</b>	<b>559</b>

Tabell 34: Verdi per aksje

## 9. Sensitivitetsanalyse

Når man verdsetter et selskap ved å bruke fundamental verdsettelse, må man foreta en del forutsetninger og antagelser i beregningene, noe som kan gjøre store utslag i den endelige verdiberegningen. Derfor utfører vi en sensitivitetsanalyse for å få en indikasjon på hvor mye aksjeprisen påvirkes av endringer i de mest sentrale faktorene i verdsettelsen. I sensitivitetsanalysen skal vi se på hvor følsom aksjeprisen er for endringer i laksepris, produksjonsvolum, WACC, terminalvekst og skatt.

### Terminalvekst og WACC

Tabell 36 viser tydelig at aksjeprisen er sensitiv til endringer i WACC og terminalveksten. Analysen viser blant annet at en endring til 2,5% i terminalvekst vil gi en aksjepris på kr 632, noe som tilsvarer en økning på 13,4% fra opprinnelig pris. En reduksjon i WACC til 6% vil utgjøre en endring i aksjepris på 30,4%, til kr 729.

Aksjepris i NOK	WACC						
	5,00 %	5,50 %	6,00 %	6,87 %	7,00 %	7,50 %	8,00 %
<b>3,0 %</b>	1 620	1 250	1 004	729	697	595	514
<b>2,5 %</b>	1 277	1 026	847	634	609	526	458
<b>Terminalvekst 2,0 %</b>	1 048	866	729	<b>559</b>	538	469	412
<b>1,5 %</b>	885	746	637	498	480	422	372
<b>1,0 %</b>	762	652	564	447	432	382	339

Tabell 35: Sensitivitetsanalyse for terminalvekst og WACC

## Laksepris og produksjonsvolum

Tabell 37 viser hvor sensitiv aksjeprisen er til endringer i estimert laksepris og produksjonsvolum. Ut ifra analysen ser vi at aksjeprisen ikke er like sensitiv for disse variablene sammenlignet med terminalvekst og WACC. Dersom lakseprisen øker med for eksempel 25%, vil det føre til en aksjekurs på kr 722, som tilsvarer en vekst på 29,2% fra opprinnelig pris. Motsatt vil en reduksjon i laksepris på 25% føre til en aksjepris på kr 396 som er en nedgang på -41,2%.

Slaktevolumet anser vi som en litt mer forutsigbar variabel, ettersom SalMar selv utlyser informasjon om forventet fremtidig slaktevolum i rapportene sine. Dette har blitt gjort rede for i den strategiske analysen og fremtidsprognosene. Likevel kan store endringer i forventet slaktevolum oppstå ved for eksempel uventede hendelser som høy dødelighet i merdene eller masserømninger forårsaket av uvær. En annen faktor som kan føre til relativt store endringer i slaktevolum er selskapets fremtidige investeringer. Vi ser på det som mulig at det kan forekomme en midlertidig reduksjon i slaktevolum grunnet utsatte investeringer som følge av grunnrenteskatten. Når SalMar etter hvert velger å foreta de planlagte investeringene, vil det føre til en økning i slaktevolumet igjen. Denne usikkerheten fra SalMar og markedet knyttet til grunnrenteskatten gjør at aksjeprisen blir mer sensitiv til slaktevolumet enn den vanligvis ville vært.

Aksjepris i NOK		Endring i lakseprisen						
		-25 %	-15 %	-5 %	0 %	5 %	15 %	25 %
Endring i slaktevolum	25 %	636	732	829	878	926	1 023	1 120
	15 %	542	626	711	753	795	880	964
	5 %	445	516	588	624	659	731	802
	0 %	396	462	527	<b>559</b>	592	657	722
	-5 %	349	408	466	496	525	584	643
	-15 %	258	304	351	374	398	444	491
	-25 %	175	210	246	263	281	317	352

Tabell 3736: Sensitivitetsanalyse; Laksepris og slaktevolum.

## Skatt

Som nevnt tidligere, har vi tatt utgangspunkt i en grunnrenteskatt på 35% som er det siste forslaget som foreligger. Ettersom den ikke er fastsatt enda, medfører dette mye usikkerhet rundt estimert aksjepris. Vi fant en vektet gjennomsnittlig skattesats på 47,6% og justerte den

ned til 40% basert på ulike faktorer som begrunnet i kapittel 6.7. Som illustrert i tabell 38 ser vi hvor sensitiv aksjeprisen er i forhold til skattesatsen. Dersom grunnrenteskatten endres, ser vi på det som mest sannsynlig at den vil reduseres, noe som vil føre til en høyere aksjepris. Ved en eventuell økning i skattesatsen, vil SalMar få en betydelig lavere selskapsverdi og dermed lavere aksjepris.

Skattesats	Aksjepris (NOK)
30 %	697
35 %	628
<b>40 %</b>	<b>559</b>
45 %	490
50 %	421

Tabell 3837: Sensitivitetsanalyse; Skatt.

## 10. Relativ verdsettelse

I den relative verdsettelsen vil vi igjen ta for oss de sammenlignbare selskapene, Bakkafrost, Grieg og Lerøy, som vi har brukt tidligere i oppgaven. Vi vil i dette kapitlet presentere og beregne multiplene P/E, P/B og EBIT/KG for estimeringen av SalMars aksjekurs. Tabell 39 viser SalMar og de sammenlignbare selskapene sine P/E og P/B. SalMar ligger over gjennomsnittet for både P/E og P/B som respektivt ligger på 14,6 og 2,3. Sammenlignet med de andre selskapene har SalMar høyest P/B og ligger en betydelig del over Grieg og Lerøy når vi ser på verdien for P/E. Tallene for P/E og P/B er hentet fra Nordnet. Verdiene er basert på de siste 12 månedene med tall fra de siste fire offentlige kvartalsrapportene.

	P/E	P/B
SalMar	16,9	3,1
Bakkafrost	20,9	2,7
Grieg Seafood	8,5	1,5
Lerøy	11,9	1,8
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>14,6</b>	<b>2,3</b>

Tabell 38: P/E- og P/B-multiplikator for SalMar og sammenlignbare selskaper

### 10.1 P/E

Bruker gjennomsnittlig P/E fra tabell 39 for å estimere den fremtidige aksjeprisen til SalMar. Multipliserer gjennomsnittlig P/E med SalMars resultat per aksje. Resultat per aksje er hentet

fra SalMars kvartalsrapporter. Får en estimert aksjepris på 402 kroner. Utregning vises i tabell 40.

Gjennomsnittlig P/E	14,6
Resultat per aksje	28
<b>Pris</b>	<b>402</b>

Tabell 39: Estimert aksjepris, P/E

## 10.2 P/B

Gjennomsnittlig P/E, fra tabell 39, multiplisert med SalMars bokførte verdi per aksje. SalMars bokført verdi per aksje er hentet fra SalMars kvartalsrapporter. Resultatet blir en estimering av aksjepris på 379 kroner. Dette er en lavere pris i forhold til når vi estimerte aksjepris basert på P/E-multiplikatoren.

Gjennomsnittlig P/B	2,3
Bokført verdi per aksje	166
<b>Pris</b>	<b>379</b>

Tabell 4140: Estimert aksjepris, P/B

## 10.3 EBIT/KG

Ser i tabell 42 at SalMar har en høyere EBIT/KG enn både Grieg og Lerøy, men noe lavere enn Bakkafrost. Gjennomsnittet ligger på 26, noe SalMars EBIT/KG på 25,2 ligger svært nært. Dette indikerer at SalMar har oppnådd noe høyere laksepris eller en bedre kostnadskontroll gjennom lav dødelighet enn Grieg og Lerøy. Tallene er hentet fra selskapenes kvartalsrapporter.

	<b>EBIT/KG</b>
SalMar	25,2
Bakkafrost	38,9
Grieg Seafood	20,5
Lerøy	19,3
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>26</b>

Tabell 4241: EBIT/KG-multiplikator



## 10.4 Oppsummering relativ verdsettelse

Vi har nå beregnet aksjeprisen med både P/E-multippel og P/B-multippel. Estimeringene ga oss to priser, 402 NOK og 379 NOK, et avvik på 23 kroner. Ved beregningen av EBIT/KG observerte vi at SalMar ligger svært nært gjennomsnittet når det gjelder fortjeneste per kilo slaktet laks sammenlignet med de andre selskapene. Vi har valgt å vekte P/E 25% og P/B 75%. Grunnlaget for dette valget er at SalMars P/E-multippel avviker mer fra gjennomsnittet enn for P/E, som tyder på at dette påvirker resultatet av prisen. SalMars P/B-multippel er tilsvarende lik som gjennomsnittet, som indikerer at denne prisen er mer reell. SalMars EBIT/KG ligger svært nært gjennomsnittet for selskapene, så vi velger å ikke justere for det. Den endelige estimerte aksjeprisen blir 384 NOK. Se tabell 43 for utregning.

<b>Aksjepris fra relativ verdsettelse</b>		
Multipeltype	P/E	P/B
Pris	402	379
Vekting	25 %	75 %
Justert for vekting		384
Justert for EBIT/KG		0 %
<b>Ny pris</b>		<b>384</b>

Tabell 42: Estimert aksjepris fra relativ verdsettelse

## 11. Verdiestimering

I dette kapitlet oppsummerer vi resultatene fra kontantstrømmodellen og relativ verdsettelse slik at vi kan estimere en endelig aksjeverdi for SalMar og svare på problemstillingen vår.

Ettersom den fundamentale verdsettelsen er mer kompleks og tidskrevende, er det naturligvis blitt lagt ned mer tid og arbeid i den metoden. Likevel mener vi at begge verdsettelsesmetodene er godt egnet som mål på aksjeverdien til SalMar og velger derfor å vekte dem likt i estimering av den endelige aksjeverdien. Som vi kan se i tabell 44, får vi en aksjeverdi på kr 559 fra den fundamentale verdsettelsen, mens relativ verdsettelse gir en aksjeverdi på kr 384. Ved å vekte dem 50/50, får vi en endelig aksjeverdi på kr 472 per aksje.

	<b>Kontantstrømmodellen DCF</b>	<b>Relativ verdsettelse</b>
Aksjepris	559	384
Vekting	50 %	50 %
<b>Endelig aksjeverdi</b>	<b>472</b>	

Tabell 43: Endelig aksjeverdi, vektet av fundamental og relativ verdsettelse

## 12. Konklusjon

Formålet med denne oppgaven har vært å svare på problemstillingen «Hva er verdien av SalMar ASA våren 2023?». Ved hjelp av analyser og fremtidsprognoser har vi anvendt fundamental og relativ verdsettelse for å få en estimert aksjeverdi av selskapet.

I den fundamentale verdsettelsen, gjennom kontantstrømmodellen, fikk vi en estimert aksjekurs på NOK 559. Videre har vi supplert denne metoden med relativ verdsettelse som har en annen teoretisk tilnærming. Den relative verdsettelsen ga en estimert aksjekurs på NOK 384. Ettersom begge modellene anses som pålitelige, valgte vi å vekte de likt og endte opp med en endelig aksjeverdi på NOK 472. Sluttkursen til SalMar per 08.05.2023 er NOK 450,9, noe som utgjør en mulig oppside på 4,68%. På bakgrunn av dette estimatet gir vi en hold-anbefaling på SalMar ASA.

## 13. Kritikk til oppgaven

Gjennom utførelsen av denne oppgaven er vi blitt nødt til å bruke mye tid på å sette oss inn i SalMar som selskap og oppdrettsbransjen. Innhenting av korrekt og objektiv informasjon er essensielt for en verdsettelse av et selskap. Store deler av vår oppgave er basert på informasjon og tall hentet fra SalMars egne hjemmesider og rapporter. Selv om dette blir sett på som pålitelig data, vil selskaper naturligvis forsøke å fremstille seg selv best mulig. Vi mener oppgaven vår og resultatet gir et godt virkelighetsbilde av selskapet, men kan imidlertid ikke se bort fra muligheten for at vi er blitt påvirket i våre vurderinger. Om dette har hatt noen positiv eller negativ påvirkning på vår estimerte aksjekurs kan vi ikke si for sikkert.

Ved anvendelse av kontantstrømmodellen har våre skjønsmessige vurderinger basert seg på den strategiske analysen. Vi anerkjenner muligheten for at andre analytikere kan ha tatt andre vurderinger, spesielt på sensitive faktorer som aksjeprisen, slaktevolum og skattegrunnlag. Dette har vi tatt hensyn til gjennom sensitivitetsanalysen, hvor vi har sett på hvordan aksjeprisen vil påvirkes av eventuelle endringer i disse faktorene. I analysen oppdaget vi blant annet at aksjeverdien er svært sensitiv til endringer i avkastningskravet til totalkapitalen og terminalveksten. Vi mener avkastningskravet vi har brukt er et veldig godt estimat på risikoen knyttet til selskapet basert på innhenting av informasjon og analysene utført. Selv om vi er to som mener dette, kan det selvfølgelig bli vurdert på ulike måter av andre. Vekstraten er krevende å estimere og har signifikant påvirkning på sluttverdien, som er en av grunnene til at vi valgte å vekte den kontantstrømmodellen opp mot den relative verdsettelsen i estimeringen av endelig aksjeverdi.

Gjennom faget Finansregnskap og verdsettelse ved UiS blir man presentert for Aswath Damodaran sine metoder, teorier og modeller innenfor verdsettelse. Vi har basert mye av vår verdsettelse på Damodaran gjennom hans bok *Investment Valuation*. Det fins imidlertid et stort utvalg av tilnærminger innenfor relativ og fundamental verdsettelse. Selv om metodene og modellene vi har brukt er aktuelle og gode kan vi ikke se bort fra at bruk av andre tilnærminger ville kunnet vinklet vår oppgave fra en annen side.

# Referanser

## Bøker

- Bøhren, Ø & Michalsen, D. (2006). *Finansiell økonomi*. (3.utgave). Skarvet forlag.
- Brealey, R. A., Myers, S. C. & Allen, F. (2017). *Principles of Corporate Finance* (12. Utgave). 2 Penn Plaza, New York: McGraw-Hill Education.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3. Utgave). Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.
- Hoff, K. G. & Pedersen, A. O. (2015). *Grunnleggende regnskap 2: Analyse av finansregnskapet* (3. utg). Oslo: Universitetsforlaget.
- Johnson, G. (2013 5.desember). *Exploring strategy*. (10. utgave). Pearson Education.
- Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. (2005). *Measuring and managing the value of companies* (5<sup>th</sup> ed.). Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.

## Nyhetsartikler og nettsider

- Brennmoen, M. (2023, 30.mars). *DNB Markets` analysesjef: - Et bra sted å parkere pengene*. Finansavisen. Hentet 30.04.2023 fra <https://www.finansavisen.no/sjomat/2023/03/30/7997908/dnb-markets-analysesjef-et-bra-sted-a-parkere-pengene>
- Camilla Knudsen. (2020, 26.februar). *SalMar om coronaviruset: - Vi er forberedt på flere avbestillinger*. Hentet 10.03.2023 fra <https://e24.no/boers-og-finans/i/naK7jB/salmar-om-coronaviruset-vi-er-forberedt-paa-flere-avbestillinger>
- Capia (2019, 5. april). *Hvorfor har lakseprisen økt så kraftig?* Kbnn.no. Hentet 19.04.2023 fra <https://www.kbnn.no/artikkel/hvorfor-har-lakseprisen-okt-sa-kraftig>
- Dahl, L., Bjørkkjær, T, Graff, I. E., Malde, M. K., Klementsens, B. (2006, 26.januar). 3.utgave. *Fisk-ikke bare omega-3*. Tidsskriftet. Hentet 26.04.2023 fra <https://tidsskriftet.no/2006/01/oversiktsartikkel/fisk-ikke-bare-omega-3>
- DNB. *Renteswap (rentebytte)*. Hentet 19.04.2023 fra <https://www.dnb.no/markets/valuta-og-renter/rentesikring/renteswap>
- Enery Rent. Hentet 25.04.2023 fra <https://www.energyrent.no/optimal-vanntemperatur-i-oppdrett/>
- Fish Pool. *Forward prices*. Hentet 20.04.2023 fra <https://fishpool.eu/forward-prices/>

Fiskeridirektoratet. *Tildelingsprosessen*. Hentet 15.03.2023 fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Tildelingsprosessen>

Havforskningsinstituttet. (Oppdater 2021, 5 juli). *Tema: Lakselus*. Hi.no. Hentet 24.04.2023 fra <https://www.hi.no/hi/temasider/arter/lakselus>

iLaks. (2022 21.mars). *Nordea tror at sterke laksepriser vil veie opp for kostnadsøkningen*. Hentet 10.05.2023 fra <https://ilaks.no/nordea-tror-at-sterke-laksepriser-vil-veie-opp-for-kostnadsokningene/>

Laksefakta. (2021, 12. november) *Laks til middag?* Hentet 16.03.2023 fra <https://laksefakta.no/sunnhet-og-helse/laks-til-middag/>

Laksefakta. (2021, 12.november). *Slik påvirker laksen klimautslippene*. Hentet 20.03.2023 fra <https://laksefakta.no/laks-og-miljo/hvordan-pavirker-oppdrettslaksen-klimautslippene/>

Lorås, S., & Bye, E. (2023, 29. mars). De viktigste endringene i «lakseskatten». BDO Norge. <https://www.bdo.no/nb-no/oppdateringer/de-viktigste-endringene-i-lakseskatten>

Mowi. (2022). *Salmon Farming Industry Handbook*. Hentet fra <https://mowi.com/wp-content/uploads/2022/07/2022-Salmon-Industry-Handbook-1.pdf>

Norges Bank. (2023, 23.mars). *Rentebeslutning mars 2023*. Hentet 19.04.2023 fra <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Rentemoter/2023/mars-2023/>

Norges Bank. (2023). *Generiske statsrenter*. Hentet 06.05.2023 fra <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/statsrenter/generiske-statsrenter/>

Norges Bank. Hentet 14.04.2023 fra <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Valutakurser/?tab=currency&id=USD>

Norges Sjømatråd. (Oppdater 2022, 24.mars). *Norges sjømateksport til Ukraina, Russland og Den eurasiske økonomiske union*. seafood.no. Hentet 26.04.2023 fra <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/norsk-sjomateksport-til-ukraina-russland-og-den-eurasiske-okonomiske-union/>

PWC. (2022). *Risikopremien i det norske markedet*. Hentet 24.04.2023 fra <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2022.pdf>

Regjeringen . (2019, 19. desember). *Trafikklyset kommer etter nyttår*. Utgiver: Nærings- og fiskeridepartementet. Hentet 10.04.2023 fra <https://www.regjeringen.no/no/dokumentarkiv/regjeringen-solberg/aktuelt-regjeringen-solberg/nfd/pressemeldinger/2019/trafikklyset-kommer-etter-nyttar/id2683807/>

Regjeringen. (2020, 4. februar). *Regjeringen skrur på trafikklyset i havbruksnæringen*. Utgiver: Nærings- og fiskeridepartementet. Hentet 10.04.2023 fra <https://www.regjeringen.no/no/dokumentarkiv/regjeringen-solberg/aktuelt-regjeringen-solberg/nfd/nyheter/nyheter-2020/regjeringen-skrur-pa-trafikklyset-i-havbruksnaringen/id2688939/>

Regjeringen. (2021, 14. oktober). *Handelen med fisk i EU*. Hentet 22.04.2023 fra <https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/fiskeri-og-havbruk/1/fiskeri/internasjonalt-fiskerisamarbeid/internasjonalt/fisk1/id685828/>

Regjeringen. (2023, 28. mars). *Regjeringens forslag om grunnrenteskatt på havbruk*. Pressemelding. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/regjeringens-forslag-om-grunnrenteskatt-pa-havbruk/id2968430/>

Regjeringen. (2023, 4. april). *Nye sanksjoner mot Russland er innført i norsk rett*. Hentet 22.04.2023 fra <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/nye-sanksjoner-mot-russland-er-innfort-i-norsk-rett/id2970907/>

Reidun Lilleholt Kraugerud. (Oppdater 2023, 15.februar). *Verdt å vite om rensesk fisk som berggylt og rognkjeks*. Nofima. Hentet 24.04.2023 fra <https://nofima.no/fakta/verdt-a-vite-om-rensefisk/>

SalMar. (2023, 28. mars). *SalMar – Forslag på grunnrenteskatt på havbruk i Norge*. salmar.no. Hentet 22.04.2023 fra <https://www.salmar.no/feedposts/siste-nyheter-startside-salmar-no/?dh=aHR0cHM6Ly9yc3MuZ2xvYmVuZXdzd2lyZS5jb20vSGV4TUxJdGVtL0NvbnRlbnQvRnVsbFRleHQvQXR0YWNobWVudHMvQWxsL0lkZW50aWZpZXIvMjYzNTM2MC9sYW5ndWFnZS9ubw==>

SalMar. *Havbasert fiskeoppdrett*. Salmar.no Hentet 22.04.2023 fra <https://www.salmar.no/havbasert-fiskeoppdrett-en-ny-ara/>

SalMar. *Våre virksomhetsområder*. Hentet 25.04.2023 fra <https://www.salmar.no/vare-virksomhetsomrader/>

World Government Bonds. (Oppdatert 2023, 6.mai). *Norway Government Bonds – Yields Curve*. Hentet 06.05.2023 fra <http://www.worldgovernmentbonds.com/country/norway/>

## Rapporter

SalMar (2022c). *Quarterly report. First quarter 2022*. <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/6a384ec5-bb12-42da-ada9-d03744c7dd91>

SalMar (2022d). *Annual report 2021*. <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/4edc0179-44cc-4d1c-a9b0-6463589a5b9c>

SalMar. (2022a). *Quarterly report. Third quarter 2020*. <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/a141b29b-e071-48d3-85e7-ffb4652d269e>

SalMar. (2022b). *Quarterly report. Second quarter 2022.*

<https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/219f2f6f-57fd-452e-b74c-05011cb75124>

SalMar. (2023a). *Annual Report 2022.*

<https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/a2fe8fe1-aec2-435b-8dba-830bca5058b9>

SalMar. (2023b). *Quarterly report. Fourth quarter 2022.*

<https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/8c7272b6-e83e-447a-b4f3-890dbe20971d>

SalMar. (2021 23.april). *Årsrapport 2020.*

<https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/71580791-96ae-45cf-b37b-a83a9c2129a3>

SalMar. (2020 23.april). *Årsrapport 2019.*

<https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/413c9d3e-52de-4086-9c1c-87a6d3b97c17>

SalMar. (2019 26.april). *Årsrapport 2018.*

<https://hugin.info/138695/R/2242686/885273.pdf>

Bakkafrost. (2023). *Annual report 2022.*

[https://bakkafrost.cdn.fo/media/4112/bakkafrost-annual-report-2022.pdf?s=IM\\_iy\\_XuFLhBZnZ9GFwHKpPZYcc](https://bakkafrost.cdn.fo/media/4112/bakkafrost-annual-report-2022.pdf?s=IM_iy_XuFLhBZnZ9GFwHKpPZYcc)

Bakkafrost. (2022). *Annual report 2021.*

[https://bakkafrost.cdn.fo/media/3567/bakkafrost\\_annual\\_report\\_2021.pdf?s=qEKL1lsVi2FyLr7AMwUPwsUouH0](https://bakkafrost.cdn.fo/media/3567/bakkafrost_annual_report_2021.pdf?s=qEKL1lsVi2FyLr7AMwUPwsUouH0)

Bakkafrost. (2021). *Annual report 2020.*

[https://bakkafrost.cdn.fo/media/3115/bf\\_annualreport\\_2020-web\\_01.pdf?s=ByQWx1LAWHc0rCnunYic23Azca4](https://bakkafrost.cdn.fo/media/3115/bf_annualreport_2020-web_01.pdf?s=ByQWx1LAWHc0rCnunYic23Azca4)

Bakkafrost.(2020). *Annual report 2019.*

[https://bakkafrost.cdn.fo/media/2356/bf\\_annualreport\\_web\\_2019.pdf?s=1f6rzXtWrYw\\_Y8M6sWnYhzUa0yc](https://bakkafrost.cdn.fo/media/2356/bf_annualreport_web_2019.pdf?s=1f6rzXtWrYw_Y8M6sWnYhzUa0yc)

Bakkafrost. (2019). *Annual report 2018.*

[https://bakkafrost.cdn.fo/media/2022/bakkafrost\\_annualreport\\_2018\\_web.pdf?s=FrCXPk94QaU2zMeWwuqxI5HzjAg](https://bakkafrost.cdn.fo/media/2022/bakkafrost_annualreport_2018_web.pdf?s=FrCXPk94QaU2zMeWwuqxI5HzjAg)

Grieg Seafood. (2023 31. mars). *Annual report 2022.*

<https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/2699fb944e6f7253449c370f0e2bb1ef91fff4d0.pdf>

Grieg Seafood. (2022 31. mars). *Annual report 2021.*

<https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/8699f764225f2b441044453452ada7923cca1994.pdf>

Grieg Seafood. (2021 26. mars). *Annual report 2020*.  
<https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/00b861e440a33024de1ef91cfd70fc2beb48bc3e.pdf>

Grieg Seafood (2020 8. april). *Annual report 2019*.  
<https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/f02f99493b5af629a2c5857171a75c60c2633117.pdf>

Grieg Seafood (2019 12.april). *Annual report 2018*.  
<https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/5bdf99b39fafa4acd0594e787cc03e86612971eb.pdf>

Lerøy. (2023 1.januar). *Årsrapport 2022*.  
<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02--documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport-2022>

Lerøy (2022 31.mars). *Årsrapport 2021*.  
<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02--documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport-2021/lsg-aarsrapport-2021.pdf>

Lerøy (2021 31. mars). *Årsrapport 2020*.  
<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02--documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport-2020.pdf>

Lerøy. (2020 31.mars). *Årsrapport 2019*.  
<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02--documents/rapporter/arsrapporter/leroy-arsrapport-2019.pdf>

Lerøy. (2019 31.mars). *Årsrapport 2018*.  
<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02--documents/rapporter/arsrapporter/leroy-arsrapport-2019.pdf>

## **Lover og forskrifter**

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

Forskrift om lakselusbekjempelse. (2012). *Forskrift om bekjempelse av lakselus i akvakulturanlegg (For-2012-12-05-1140)*. Lovdata.  
<https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2012-12-05-1140>

Forurensningsloven. (1981). *Lov om vern mot forurensninger og om avfall (LOV-1981-03-13-6)*. Lovdata.  
<https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1981-03-13-6>

Matloven. (2003). *Lov om matproduksjon og mattrygghet mv. (LOV-2003-12-19-124)*. Lovdata.  
<https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2003-12-19-124>