



Universitetet  
i Stavanger



**SALMAR**

Passion for Salmon

## Verdsettelse av SalMar ASA

**BØKBAO-1 23H Bacheloroppgave i økonomi og administrasjon**

Innlevering 10.05.2024

Av **Julie Sandsmark og Silje Dahl Sveberg**

Veiledet av Kristoffer Wigestrand Eriksen



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:

1608

.....

1564

.....

Navn:

Julie Sandsmark

.....

Silje Dahl Sveberg

.....

VEILEDER:

Kristoffer Wigstrand Eriksen

## Forord

Denne oppgaven er skrevet som en avsluttende del av vår bachelorgrad i økonomi og administrasjon ved Handelshøyskolen ved Universitetet i Stavanger.

Formålet med oppgaven er å utføre en verdsettelse av et selskap basert på kunnskap vi har tilegnet oss gjennom ulike emner de siste tre årene. Interessen for denne oppgaven var muligheten til å integrere kunnskap og teorier fra ulike emner for å gi en god besvarelse av problemstillingen. Dette bidrar til å gi oss en bred forståelse av verdsettelsesprosessen og hvilke faktorer som bidrar til å påvirke verdien. Vi kan benytte relevant kunnskap fra fag som regnskap, statistikk, finans og strategi.

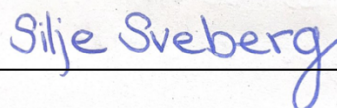
Valget falt på oppdrettssektoren, da det er en sammensatt bransje som vi ikke hadde mye forkunnskaper om. Bransjen er en av de største eksportnæringene i Norge. Vi syntes det var interessant å kunne vurdere hvordan den nyinnførte lakseskatten er med å påvirke fremtidsutsiktene til bransjen. SalMar er ledende innen havbasert oppdrett, teknologi og innovasjon, noe som bidro til valget av selskap.

Vi vil gjerne takke vår dyktige foreleser Marius Sikveland for givende forelesninger i emnet, finansregnskap og verdsettelse. Hans inspirerende forelesninger oppmuntret oss til å utforske verdsettelse på et dypere nivå. Til slutt vil vi takke vår veileder Kristoffer Wigestrands Eriksen for støtte og inspirasjon gjennom oppgaveskrivingen.



---

Julie Sandsmark



---

Silje Dahl Sveberg

## Sammendrag

Formålet med denne bacheloroppgaven er å beregne verdien av SalMar ASA og dens tilhørende aksjepris våren 2024. For å estimere dette har vi gjennomført en fundamental verdsettelse. Vi har valgt å benytte total kapitalmetoden, da selskapet har gjeld. For å styrke påliteligheten til aksjekursen har vi vektet den fundamentale verdsettelsen med en relativ verdsettelse. Vi har også anvendt annen relevant teori fra studieløpet vårt.

For å skape et fullstendig bilde av SalMar og bransjen de opererer i, presenterer vi først SalMar og oppdrettsnæringen. Delkapittelet legger vekt på både historiske trekk og dagens situasjon. Videre har vi gjort en strategisk analyse. Denne har fokus på både eksterne og interne aspekter. Internt er innovasjonsevnen og verdikjeden fremtredende ressurser. Eksternt er det mange makroøkonomiske forhold som påvirker selskapet, i tillegg til rivaliseringen mellom aktørene. I regnskapsanalysen vurderer vi SalMars økonomiske stilling i forhold til de nærmeste konkurrentene, og analyserer historiske tall for inntekter og kostnader. Her avdekket vi at SalMar har en tilfredsstillende økonomisk stilling, og at deres lønnsomhet er ledende i bransjen. Resultatene legger til rette for fremtidsprognosene og de fremtidige kontantstrømmene.

Vi benytter fremtidsprognosene til å gjennomføre en fundamental verdsettelse. Fremtidsprognosene estimeres med utgangspunkt i historiske regnskapstall og funn i den strategiske analysen og regnskapsanalysen. De fremtidige kontantstrømmene diskonteres med et avkastningskrav til total kapitalen (WACC). Ved å beregne nåverdien av kontantstrømmene og terminalverdien, legges grunnlaget for å beregne egenkapitalverdien og en aksjepris. En sensitivitetsanalyse benyttes for å belyse effekten endringer i avgjørende faktorer har på det endelige estimatet av aksjekursen.

For å styrke påliteligheten til aksjekursen vi estimerer, gjennomfører vi en relativ verdsettelse. Avslutningsvis vektet resultatene fra verdsettelsene til et verdiestimat. Det resulterer i en endelig aksjekurs på 592,21 NOK, som representerer en nedside fra markedsverdien av aksjen. Resultatene diskuteres med hensyn til de utførte analysene, og eventuelle risikoer og usikkerheter blir nøye vurdert.

## Abstract

The purpose of this bachelor thesis is to estimate the value of SalMar ASA and its corresponding share price in the spring of 2024. To estimate this, we have conducted an intrinsic valuation. In the intrinsic valuation, we have chosen to use the total capital approach, as the company's financial structure contains debt. To enhance the reliability of the share price, we have weighted the intrinsic valuation with a relative valuation. We have also applied other relevant theories from our study courses.

To get an overview of SalMar and its industry, we first present SalMar and the aquaculture market. This subsection emphasizes both the historical aspect and the current situation. Additionally, we have conducted a strategic analysis focusing on both external and internal aspects. Internally, innovation capability and their vertical integrated value chain are important resources. Externally, there are many macroeconomic factors affecting the company, in addition to rivalry among the competitive companies. In the financial analysis, we evaluate SalMar's financial position relative to its closest competitors. We also analyze historical figures for revenues and costs. In this part, we discover that SalMar has a satisfying financial position and is leading in the industry in terms of profitability. The results from these analyses create the foundation for our future forecasts and cash flows.

The future forecasts conduct the foundation for an intrinsic valuation. These forecasts are estimated based on historical financial figures and discoveries from the strategic- and financial analysis. The future cash flows are discounted by using a weighting average cost of capital (WACC). By calculating the present value of the cash flows and terminal value, we establish the factors needed to calculate the equity value and share price. To illustrate the effect of changes in key factors on the share price, we present a sensitivity analysis.

To strengthen the reliability of our share price, we conduct a relative valuation. At last, the results from the valuations are weighted to form a value estimate. This results in a final share price of 592,21 NOK. This represents a downside from the marked value of the share. The results are deliberated considering the conducted analyses, and risks and uncertainties are evaluated.

# Innholdsfortegnelse

<b>Forord</b> .....	<b>II</b>
<b>Sammendrag</b> .....	<b>III</b>
<b>Abstract</b> .....	<b>IV</b>
<b>Innholdsfortegnelse</b> .....	<b>V</b>
<b>1. Innledning</b> .....	<b>1</b>
1.1 Problemstilling.....	1
1.2 Avgrensning.....	1
<b>2. Presentasjon av selskapet og oppdrettsnæringen</b> .....	<b>2</b>
2.1 SalMars historie.....	2
2.2 Selskapsstruktur, kursutvikling og eierforhold.....	3
2.3 Strategi, visjon og mål.....	4
2.4 Verdikjeden.....	5
<b>3. Presentasjon av bransjen</b> .....	<b>6</b>
3.1 Oppdrettsbransjen.....	6
3.2 Drivere for etterspørsel.....	6
3.3 Lakseprisen.....	7
3.4 Markedssituasjon, vekst og utsikter.....	8
3.5 Statlige reguleringer og lakseskatt.....	9
3.6 Konkurrenter.....	9
<b>4. Verdssettelsesteori og metode</b> .....	<b>11</b>
4.1 Fundamental verdsettelse.....	11
4.1.1 Egenkapitalmodellen.....	11
4.1.1.1 Kontantstrøm til egenkapital.....	12
4.1.1.2 Risikofri rente.....	12
4.1.1.3 Beta.....	13
4.1.1.4 Egenkapitalens risikopremie.....	14
4.1.2 Totalkapitalmetoden.....	15
4.1.2.1 Fri kontantstrøm til totalkapitalen.....	15
4.1.2.2 WACC.....	16
4.1.2.3 Vekst.....	17
4.1.2.4 Terminalverdi.....	18
4.2 Relativ verdsettelse.....	19
4.2.1 Multipler.....	20
4.2.1.1 Price-to-Earnings (P/E).....	20
4.2.1.2 Price-to-Book (P/B).....	20
4.2.1.3 EBIT/KG.....	21
4.3 Metode.....	22

<b>5. Strategisk analyse.....</b>	<b>23</b>
5.1 Introduksjon.....	23
5.2 Ekstern analyse.....	23
5.2.1 PESTEL .....	23
5.2.1.1 Politiske og juridiske forhold .....	23
5.2.1.2 Økonomiske forhold.....	25
5.2.1.3 Sosiokulturelle forhold.....	27
5.2.1.4 Teknologiske forhold .....	27
5.2.1.5 Miljømessige forhold .....	28
5.2.1.6 Oppsummering PESTEL analyse.....	29
5.2.3 Porters 5 krefter .....	30
5.2.3.1 Trusler fra inntrengere.....	31
5.2.3.2 Rivalisering mellom aktører.....	31
5.2.3.3. Trusler fra substitutter .....	32
5.2.3.4 Kundens forhandlingsmakt .....	32
5.2.3.5 Leverandørens forhandlingsmakt .....	33
5.2.3.6 Oppsummering Porters fem krefter.....	34
5.3 Intern ressurs analyse.....	34
5.3.1 VRIO.....	34
5.3.1.1 Teknologi og innovasjon.....	34
5.3.1.2 Geografisk lokasjon.....	35
5.3.1.3 Verdikjede .....	36
5.3.2 Oppsummering VRIO .....	36
5.4 SWOT.....	37
<b>6. Regnskapsanalyse.....</b>	<b>39</b>
6.1 Introduksjon.....	39
6.2 Regnskap.....	40
6.2.1 Resultatregnskapet .....	40
6.2.2. Balanseregnskapet .....	42
6.3 Analyse .....	43
6.3.1 Likviditetsanalyse .....	43
6.3.1.1 Likviditetsgrad 1 .....	44
6.3.1.2 Likviditetsgrad 2 .....	45
6.3.2 Soliditetsanalyse .....	46
6.3.3 Lønnsomhetsanalyse.....	46
6.3.3.1 Driftsmargin .....	47
6.3.3.2 Egenkapitalrentabilitet før skatt .....	48
6.4 Oppsummering .....	49
<b>7. Fremtidsprognoser .....</b>	<b>50</b>
7.1 Inntekter.....	50
7.1.1 Laksepris .....	50
7.1.2. Produksjonsvolum .....	52
7.1.3 Value added product .....	53
7.1.4 Oppsummering driftsinntekter.....	54
7.2 Driftskostnader .....	54
7.2.1 Varekostnader .....	55
7.2.2. Lønnskostnader .....	55
7.2.3 Andre driftskostnader .....	56
7.2.4 Oppsummering driftskostnader.....	56
7.3 Produksjonsavgift.....	57

7.4 Avskrivninger.....	57
7.5 Investeringer.....	58
7.6 Arbeidskapital.....	59
7.7 Skatt.....	60
7.8 Fri kontantstrøm.....	60
7.9 Terminalvekst.....	61
<b>8. Avkastningskrav.....</b>	<b>62</b>
8.1 Avkastning til egenkapitalen.....	62
8.1.1 Risikofri rente.....	62
8.1.2 Markedets risikopremie.....	62
8.1.3 Beta.....	63
8.1.3.1 Regresjonsbeta.....	63
8.1.3.2 Fundamental beta.....	64
8.1.4 Oppsummering avkastningskrav til egenkapital / CAPM.....	65
8.2 Avkastningskrav til totalkapitalen.....	65
8.2.1 Gjeldskostnad.....	66
8.2.2 WACC.....	66
<b>9 Verdiberegning.....</b>	<b>67</b>
<b>10 Sensitivitetsanalyse.....</b>	<b>69</b>
10.1 Avkastningskrav.....	69
10.2 Terminalverdi vekst.....	70
10.3 Laksepris.....	70
<b>11. Relativ verdsettelse.....</b>	<b>71</b>
11.1 P/E.....	72
11.2 P/B.....	72
11.3 EBIT/KG.....	73
11.4 Oppsummering.....	74
11.5 Konklusjon Relativ Verdsettelse.....	74
<b>12. Verdiestimat.....</b>	<b>75</b>
<b>13. Konklusjon.....</b>	<b>76</b>
<b>14. Kritikk til oppgaven.....</b>	<b>77</b>
<b>Kilder.....</b>	<b>78</b>



# Figurer, Formler og Tabeller

## Figurer:

Figur 1: SalMars inndeling av virksomheten .....	3
Figur 2: SalMars utvikling i aksjekurs .....	4
Figur 3: Oppdrettsprosessen.....	5
Figur 4: Utslipp og mengden spisbart kjøtt for ulike proteinkilder .....	7
Figur 5: Laksepris.....	7
Figur 6: Lerøys omsetningsfordeling .....	10
Figur 7: Påvirkning fra fiskeoppdrett.....	29
Figur 8: Porters fem krefter.....	30
Figur 9: Likviditetsgrad 1 .....	44
Figur 10: Likviditetsgrad 2 .....	45
Figur 11: Egenkapitalandel .....	46
Figur 12: Driftsmargin SalMar vs Bransjen .....	47
Figur 13: Egenkapitalrentabilitet .....	48
Figur 14: Forventede forward laksepriser .....	51

## Tabeller:

Tabell 1: Oppsummering intern analyse .....	37
Tabell 2: SWOT-analyse .....	38
Tabell 3. Forenklet resultatregnskap og marginer .....	40
Tabell 4: Historisk utvikling i inntekter .....	41
Tabell 5: Historisk utvikling og sammenligning av driftskostnader.....	42
Tabell 6: SalMars balanseregnskap .....	42
Tabell 7: Estimert laksepris 2024-2028.....	52
Tabell 8: Historisk produksjonsvolum.....	52
Tabell 9: Estimert produksjonsvolum 2024-2028 .....	53
Tabell 10: Historisk VAP .....	53
Tabell 11: Estimerte driftsinntekter 2024-2028 .....	54

<b>Tabell 12: Estimerte fremtidige varekostnader 2024-2028</b> .....	<b>55</b>
<b>Tabell 13: Estimerte fremtidige lønnskostnader 2024-2028</b> .....	<b>56</b>
<b>Tabell 14: Estimerte fremtidige andre driftskostnader 2024-2028</b> .....	<b>56</b>
<b>Tabell 15: Estimerte fremtidige driftskostnader</b> .....	<b>56</b>
<b>Tabell 16: Estimerte framtidige driftsresultat før av- og nedskrivning, rente og skatt</b> .....	<b>57</b>
<b>Tabell 17: Estimert fremtidig produksjonsavgift</b> .....	<b>57</b>
<b>Tabell 18: Estimerte fremtidige avskrivninger</b> .....	<b>58</b>
<b>Tabell 19: Historiske netto investeringer (CapEx)</b> .....	<b>58</b>
<b>Tabell 20: Estimerte fremtidige netto investeringer (CapEx)</b> .....	<b>59</b>
<b>Tabell 21: SalMars historiske arbeidskapital</b> .....	<b>59</b>
<b>Tabell 22: Estimerte framtidige arbeidskapital</b> .....	<b>60</b>
<b>Tabell 23: Fri kontantstrøm til total kapital</b> .....	<b>60</b>
<b>Tabell 24: Regresjonsanalyse av SalMar og OSEBX i Excel</b> .....	<b>64</b>
<b>Tabell 25: Bottom-up beta</b> .....	<b>65</b>
<b>Tabell 26: Nåverdi av kontantstrømmer</b> .....	<b>67</b>
<b>Tabell 27: Verdiberegning</b> .....	<b>68</b>
<b>Tabell 28: Sensitivitetsanalyse av avkastningskravet til total kapitalen</b> .....	<b>69</b>
<b>Tabell 29: Sensitivitetsanalyse av den stabile vekstraten</b> .....	<b>70</b>
<b>Tabell 30: Sensitivitetsanalyse av lakseprisen</b> .....	<b>70</b>
<b>Tabell 31: P/E beregning</b> .....	<b>72</b>
<b>Tabell 32: Aksjekurs fra P/E</b> .....	<b>72</b>
<b>Tabell 33: P/B beregning</b> .....	<b>72</b>
<b>Tabell 34: Aksjekurs fra P/B</b> .....	<b>73</b>
<b>Tabell 35: EBIT/KG beregning</b> .....	<b>73</b>
<b>Tabell 36: Estimert aksjekurs fra relativ verdsettelse</b> .....	<b>74</b>
<b>Tabell 37: Endelig aksjepris</b> .....	<b>75</b>

## Formler:

Formel 1: Nåverdi.....	11
Formel 2: Fri kontantstrøm til egenkapital.....	12
Formel 3: Historisk beta.....	13
Formel 4: Unlevered beta for sammenlignbare selskap.....	14
Formel 5: Selskapsspesifikk beta.....	14
Formel 6: Egenkapitalens risikopremie.....	14
Formel 7: Fri kontantstrøm til total kapitalen.....	16
Formel 8: Avkastningskrav til total kapitalen.....	16
Formel 9: Vekst i nettoinntekter.....	18
Formel 10: Vekst i driftsresultat.....	18
Formel 11: Terminalverdi.....	19
Formel 12: P/E-ratio.....	20
Formel 13: P/B-ratio.....	21
Formel 14: EBIT/KG.....	21
Formel 15: Likviditetsgrad 1.....	44
Formel 16: Likviditetsgrad 2.....	45
Formel 17: Egenkapitalrentabilitet.....	48
Formel 18: Utregning av avkastningskrav til egenkapitalen.....	65
Formel 19: Avkastning til total kapitalen.....	65
Formel 20: Utregning av gjeldskostnad før skatt.....	66
Formel 21: Utregning av avkastningskrav til total kapitalen.....	66
Formel 22: Utregning av selskapets terminalverdi.....	67
Formel 23: Utregning av nåverdien av terminalverdien.....	67

# 1. Innledning

## 1.1 Problemstilling

Vi har valgt følgende problemstilling:

«Hva er verdien av SalMar ASA og tilhørende aksjepris våren 2024?»

For å gi en grundig besvarelse på dette har vi anvendt kunnskap vi har tilegnet oss innenfor mange fagområder. Hovedsakelig anvendes fagkunnskaper innen verdsettelse, finans og regnskap. Ved å kombinere dette med andre relevante fagområder, evner vi å gi et detaljert og velbegrunnet svar på problemstillingen.

Oppdrettsnæringen er en viktig næring for norsk økonomi, og vil trolig fortsette å være dette en god tid fremover. Bransjen står overfor mange makroøkonomiske utfordringer. Spesielt utpekes miljømessige og politiske utfordringer. Dette viser seg gjennom strenge reguleringer fra staten samt økt fokus på bærekraft. Den mye omtalte grunnrenteskatten ble satt til 25%, og skattens påvirkning på SalMar og oppdrettsbransjen i sin helhet vekker vår interesse. Disse aspektene kan være avgjørende for fremtiden til SalMar og oppdrettsbransjen generelt. På bakgrunn av dette valgte vi å foreta en verdsettelse av SalMar for å undersøke hvordan det har påvirket dem frem til nå, og hvilken innvirkning dette vil ha på selskapet de neste årene.

## 1.2 Avgrensning

SalMar og de sammenlignbare selskapene, med unntak av Bakkafrost, har årsregnskap målt med den norske kronen som deres funksjonelle valuta. I denne oppgaven vil derfor tall og priser oppgis i norske kroner. Alle regnskapstall som er oppført i oppgaven vil hentes fra selskapets kvartals- og årsrapporter. For historisk utvikling vil vi bruke regnskapstall fra de siste fem årene (2019-2023). Hovedsakelig er tallene ført i oppgaven oppgitt i millioner kroner, og slaktevolum er oppgitt i tonn. Videre i oppgaven betegnes SalMar ASA som SalMar.

## 2. Presentasjon av selskapet og oppdrettsnæringen

### 2.1 SalMars historie

SalMar er et av verdens største og mest effektive lakseoppdrettsselskap. Deres spesialisering er innen atlantisk laks. De har utviklet seg til å bli et internasjonalt konsern som driver med oppdrett i Norge, Skottland og Island. Den største aktiviteten er langs kysten av Norge. Gjennom SalMar Aker Ocean er de ledende i utviklingen av havbasert oppdrett (SalMar, 2023).

SalMar ble etablert i 1991 av Gustav Witzøe. Selskapet ble etablert i Sør-Trøndelag ved oppkjøpet av en konsesjon for lakseoppdrett og et foredlingsanlegg. Dette var i en svært urolig periode for norsk lakseoppdrett. Oppkjøpet la grunnlaget for prosessering og videreforedling. For den norske havbruksnæringen var dette starten på en stor omstilling. Frem til dette ble mesteparten av den norske laksen eksportert som fersk eller frossen sløyd fisk (SalMar, u.å.-a).

I starten fokuserte SalMar på å skape vekst og danne et solid grunnlag. De utviklet seg mye de første årene. De gikk fra å bearbeide frossen laks til å begynne med produksjon av settefisk. I løpet av 2000 ekspanderte de til Nord-Norge, mens de i 2001 også begynte å etablere prosesser i Skottland. I løpet av de neste 5 årene firedoblet mengden sløyd fisk seg. I denne perioden satte SalMar fokus på aktivitetene som de anså som deres kjernevirksomhet. Alt som ikke ble betraktet som dette solgte de ut.

Selskapet ble børsnotert i 2007, og etter dette har selskapet fortsatt sin vekst og utvidelse. Årene etter har bestått av mange oppkjøp, både av laksekonsesjoner og nye selskap. InnovaMar ble ferdigstilt i 2011, og er et av de mest kostnadseffektive og innovative anleggene i verden som bearbeider laks. I løpet av 2015 ekspanderte de driften til Island. Etter at Ocean Farming ble etablert i 2015, kunne de i 2017 frakte Ocean Farm 1 til Frohavet. Dette var verdens første havmerd. Formålet var å se hvordan havbruk kunne vokse på en bærekraftig måte (SalMar, 2023).

## 2.2. Selskapsstruktur, kursutvikling og eierforhold

SalMar er et konsern som har flere heleide datterselskap. Datterselskapene er spesialisert innen ulike deler av SalMars verdikjede. Utenom sine heleide datterselskap eier SalMar store aksjeandeler i andre selskap. De eier 50% av Norskott Havbruk AS, som er eiere av et lakseoppdrettsselskap som opererer i Skottland. De resterende 50% eies av konkurrenten Lerøy Seafood Group ASA. SalMar er også aksjonærer i Islands største lakseprodusent, Icelandic Salmon AS, med en eierandel på 51%. Utviklingen her er fremdeles på et tidlig stadium (SalMar, 2023).

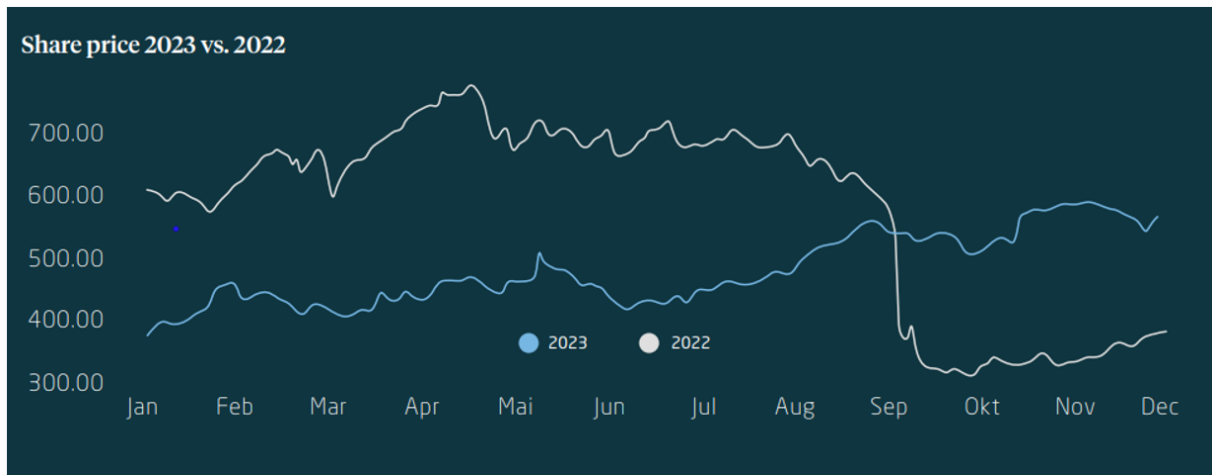
Akvakultur			
Norge	Island	Offshore	
Fiskeoppdrett Nord-Norge	Icelandic Salmon	SalMar Aker Ocean	Salg og industri
Fiskeoppdrett Midt-Norge			

Figur 1: SalMars inndeling av virksomheten (SalMar, 2024.-a)

Selskapet har delt virksomheten inn i 5 ulike deler; Fiskeoppdrett Nord-Norge, Fiskeoppdrett Midt-Norge, SalMar Aker Ocean, Icelandic Salmon og Salg og industri. Fiskeoppdrett Midt-Norge er den første regionen SalMar etablerte sin virksomhet til. Her er det gode miljømessige forhold for lakseoppdrett og virksomheten her er selskapets største. Fiskeoppdrett Nord-Norge opererer i Troms og Finnmark og er det største oppdrettsselskapet i dette området. Salmar Aker Ocean er segmentet for offshore-havbruk operasjoner. Her er målet på sikt å skape verdens største offshore-havbruk. Salg og Industri har ansvar for konsernets salgsaktiviteter og slakting og videreforedlingprosesser (SalMar, u.å.-b).

Selskapets største aksjonær er Kverna Industrier AS. Kverna Industrier AS gikk inn som holdingselskap i 1991, og i 1997 ble de eneeier. I 2007 solgte de derimot 42,5% av aksjene sine. Nå eier Kverna Industrier AS 45,47% av aksjene. I løpet av høsten 2023 slettet selskapet 13,1 millioner aksjer, noe som tilsvarte 9% av selskapets utestående aksjer. I

utgangen av 2023 hadde de 8,9% utestående aksjer (SalMar, 2024.-a). Aksjeprisen hadde et kursfall høsten 2022 i forbindelse med innføring av lakseskatten.



Figur 2: SalMars utvikling i aksjekurs (SalMar, 2024.-b, s. 86)

## 2.3 Strategi, visjon og mål

SalMar har ambisjoner om å være verdens beste oppdrettsselskap, med visjonen “Passion for Salmon”. De fokuserer på å være gode i alle leddene av produksjonen og å drive oppdrett på laksens betingelser. Fokuset er på at drivkraften som skal sikre effektivitet er den menneskelige interessen og motivasjonen. Fundamentet i SalMars strategi går ut på at biologi skal være kostnadsledende. Segmentet for salg og industri skal sikre den best mulige prisen gjennom optimal anvendelse av laksen. Målsettingene har vært gjeldende over mange år, og vil fortsette å være fundamentet i årene som kommer. De er nødt til å ha en balanse mellom rent hav, sunn fisk og økonomisk profitt for å lykkes på lang sikt (SalMar, u.å.-c).

## 2.4 Verdikjeden

Selskapet har en vertikal integrert verdikjede. Dette betyr at de står for store deler av verdikjeden selv. De har ulike datterselskap som er spesialisert i ulike deler av produksjonen og verdikjeden. Ved å ha kontroll over hele verdikjeden gir det SalMar bedre kontroll over driften, og de er mindre avhengig av eksterne aktører. Figuren nedenfor viser oppdrettsprosessen.



Figur 3: Oppdrettsprosessen (SalMar, 2023, s. 13)

Oppdrettsprosessen tar omkring 3 år. Tilgangen på høykvalitets smolt er avgjørende for SalMar. Gjennom sin produksjon i egne anlegg for smoltproduksjon er de godt posisjonert. InnovaMar, SalMars slakte og foredlingsanlegg, er også en viktig del av verdikjeden. Målsetningen for InnovaMar er å utvikle seg til å bli det mest effektive og innovative av deres slag i markedet. Gjennom deres salgssegment har SalMar sitt eget salgsteam som selger laksen som produseres. De fokuserer på marked i Europa, Asia og Amerika og eksporterer laks til 50 forskjellige land. Målet til SalMar er å kunne tilby et produkt av høy kvalitet (SalMar, u.å.-b).



## 3. Presentasjon av bransjen

### 3.1 Oppdrettsbransjen

Oppdrettsbransjen fikk sitt store gjennombrudd i Norge på 1980-tallet. Siden den gang har bransjen vokst betydelig. I dag er rundt 70% av all laks produsert på verdensbasis oppdrettet. Hovedsakelig dominerer et fåtall land oppdrettsbransjen. Dette har tradisjonelt sett vært Chile, Norge, Færøyene, Canada og Skottland, da disse regionene har optimale naturforhold for oppdrett. Det er i dag også noen andre land som driver med lakseproduksjon, men bransjen domineres likevel av aktørene i de førstnevnte landene. Disse står for 90% av lakseproduksjonen i verden (Global Salmon Initiative, u.å.).


I Norge er havbruksbransjen, og spesielt oppdrettsbransjen, den nest største eksportnæringen. Det er en næring som har skapt mange lønnsomme distrikter. Det har fungert som en tiltrekningskraft til små kystbyer, da det skaper mange arbeidsplasser. Den norske havbruksnæringen er variert og domineres av et fåtall store selskap. Hele oppdrettsbransjen sliter med at de mister mye fisk som følge av lus, sykdom og alger, samtidig som en del rømmer (Regjeringen, 2021).

### 3.2 Drivere for etterspørsel

Det er få aktører av atlantisk laks, samtidig som etterspørselen er i konstant økning. Med den pågående befolkningsveksten skaper det større press på naturressursene. Dette gir økt etterspørsel etter mat, og sunn og næringsrik mat står i fokus (FN, 2023). Laks er en ressurs som er mer klimavennlig og ressursvennlig enn andre proteinkilder. Matproduksjonen står for  $\frac{1}{3}$  av utslippene på kloden. Befolkningsveksten gjør at mat er et gode som det er vanskelig å kutte etterspørselen på.

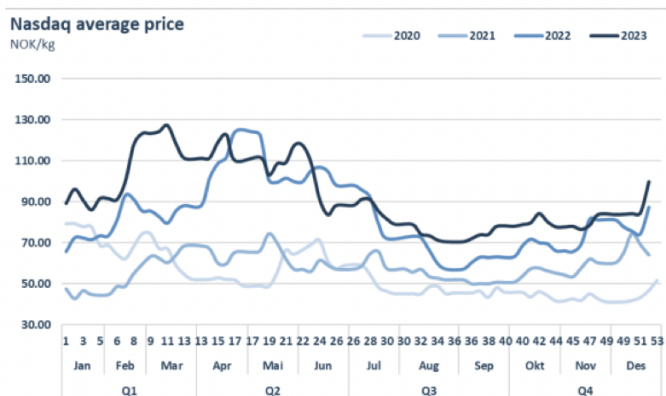
Det er et stadig økende fokus på bærekraft og klima. All produksjon har et klimaavtrykk. Aktører i lakseoppdrettsbransjen har et veldig stort fokus på bærekraft. De jobber kontinuerlig med å skape mer miljøvennlige prosesser. Laksen har et mye mindre klimaavtrykk enn kjøttproduksjon. Dermed gjør det laksen til en essensiell kilde til mat

som produseres på en bærekraftig måte. Laksen er også den næringskilden for protein som gir mest spisbart kjøtt per 100 kg fôr. Dette skyldes at laksen ikke bruker energi på å holde seg oppreist, slik som landproduserende dyr må. Likevel er lakseproduksjonen svært begrenset til noen lokaliserte områder av verden som har egnet klima for oppdrett. Dette fører til at CO<sub>2</sub> utslippet potensielt blir større da laksen har lange transportveier før den når konsumenten (Myrholt, 2024). Figuren nedenfor viser forskjellen i utslipp og mengden spisbart kjøtt per 100 kg fôr:

				
Spisbart kjøtt per 100 kg fôr	61kg	21kg	17kg	7kg
Ferskvann i produksjon	1 Liter	2,000 liter	3,500 liter	2,500 liter
Karbonavtrykk per porsjon (*)	0.6	0.9	1.3	5.9

Figur 4: Utslipp og mengden spisbart kjøtt for ulike proteinkilder (Myrholt, 2024)

### 3.3 Lakseprisen



Figur 5: Laksepris (SalMar, 2024.-a, s. 8)

Figuren ovenfor viser den historiske utviklingen av lakseprisen de siste 4 årene. Frem til dette har lakseprisen holdt seg i en stabil vekst. Dette er grunnet begrenset tilbud og stor etterspørsel. I 2020 sank lakseprisen kraftig, noe som skyldes utbruddet av Coronavirus. I starten av pandemien sank lakseprisene, grunnet det største etterspørselsfallet i

laksemarkedet noensinne. Etterspørselsfallet kom av usikkerheten i distribusjonen når restaurantene stengte, distribusjonskostnadene økte og fraktkapasitet til utenlandske marked ble redusert (Norges Sjømatråd, 2021).

Fra 2021 begynte lakseprisene igjen å stige. Kombinert med økt etterspørsel, noe som driver prisene opp, har den store inflasjonen på andre alternative produkter ført til at prisene på laks øker. Grunnet at stort sett all lakseproduksjon eksporteres til utlandet, har valutakursen en innvirkning på lakseprisen. Den svake norske kronen vil føre til at prisen, målt i norske kroner, vil øke (Brækken, 2024). Ukraina-krigen har også ført til at lakseprisen har økt. Dette skyldes at kostnadene ved å produsere laks har økt, noe som gjør at de også velger å øke sine salgspriser. Den store etterspørselen i forhold til tilbud gjør at aktørene i bransjen kan oppjustere prisen jevnt uten at etterspørselen påvirkes for mye (Norges Sjømatråd, 2021).

### 3.4 Markedssituasjon, vekst og utsikter

Oppdrettsbransjen er på vei inn i en ny fase. SalMar er ledende innen havbasert oppdrett. Med et økt fokus på bærekraft ønsker også oppdrettsbransjen å utvikle alternative metoder. Ved havbasert oppdrett vil det tillate økt output og verdiskapning. Det er en driver for innovasjon og utvikling av ny teknologi i laksens naturlige habitat (SalMar, 2023, s. 11).

Det er utfordringer i bransjen knyttet til lakselus, rømming og utslipp av næringsstoffer. Spesielt lakselus forårsaker store problemer for oppdrettsbransjen. Det er en stor dødelighet, samt at skader på fisken og bekjempelsesmetoder gir oppdrettsnæringen store kostnader (Håstein et al, 2022). For å skape forutsigbarhet ble det i 2017 innført et trafikklyssystem av nærings- og fiskeridepartementet for å sikre bærekraftig vekst i havbruksnæringen. Trafikklyssystemet går ut på at produksjonsområdene deles i farge ut ifra hvordan lakselus påvirker villaks i området. Avhengig av farge legger det retningslinjer for om oppdretterne får lov til å vokse, opprettholde kapasiteten eller om de er nødt til å redusere produksjonskapasiteten. Hensikten er å minimere smitte av lakselus på tvers av ulike produksjonsområder (Fiskeridirektoratet, u.å.-a).

### 3.5 Statlige reguleringer og lakseskatt

Oppdrettsbransjen påvirkes av mange statlige reguleringer. Bakgrunnen for reguleringene er å sikre bærekraftig utvikling og bidra til verdiskapning. Den norske fiskeoppdretten har vært konsesjonsbelagt siden 1973. Akvakulturloven pålegger at selskapet må ha tillatelse fra offentlige myndigheter for å kunne drive med oppdrett. Nærings- og fiskeridepartementet har hovedansvaret for reguleringen av oppdrettsvirksomheten, og her stilles det krav om miljøovervåkning, forurensning, fiskehelse og fiskevelferd (Bukkvoll, 2024).

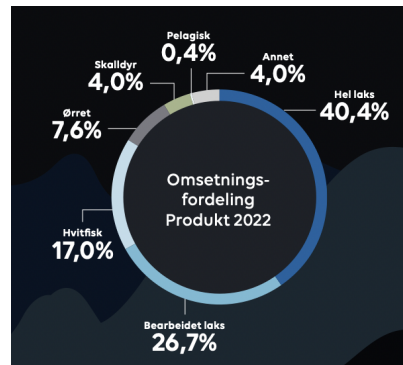
Den 31. mai 2023 valgte staten å implementere en lakseskatt. Først ble det varslet en skattesats på 40%, men da den ble innført ble grunnrenteskatten på 25% (Resvoll et al., 2023). Dette fører til en økning med over 100% for havbruksskatten. Bakgrunnen for innføring av skatten er at havbruksnæringen bør betale for bruk av fellesskapets ressurser. De bruker naturen for å produsere laks med høy lønnsomhet (Stranden, 2022). Lakseskatten fører til en kostnadsøkning for oppdrettsmarkedet. Viktigheten av å ikke ha mye dyrere produksjonskostnader enn andre lakseproduserende land er stor. Det er viktig for å sikre fremtidig vekst og opprettholde stillingen som pioner i lakseoppdrett.

### 3.6 Konkurrenter

Lakseoppdrettsbransjen domineres av få, veldig store aktører. Dette er SalMar sine største konkurrenter. Bransjen er likevel variert, og det finnes også mange små og mellomstore aktører. De største selskapene er Mowi, Lerøy Seafood, Bakkafrøst og Grieg Seafood, som alle opererer på den norske børsen. Videre i oppgaven vil vi benytte de tre sistnevnte som sammenlignbare selskap og konkurrenter. Grunnen til ekskluderingen av Mowi skyldes at deres størrelse avviker en del fra SalMar sin.

### **Lerøy Seafood:**

Lerøy Seafood Group ble etablert i 1899 og er et verdensledende sjømatelskap. I 1999 hadde Lerøy Seafood sin første investering innen produksjon av laks. I tillegg til produksjon av laks produserer Lerøy ørret, hvit fisk og skalldyr. Lerøy har produksjon i Norge og andre plasser i Europa. I figuren nedenfor ser du omsetningsfordelingen for 2022 som viser at deres største virksomhet kommer fra laks, som står for over 67% av inntektene (Lerøy, 2023).



Figur 6: Lerøys omsetningsfordeling (Lerøy, 2023)

### **Bakkafrost:**

Bakkafrost ble etablert i 1968 og i 1995 ble starten på deres lakseeventyr. De er ledende aktører av høykvalitets atlantisk laks på Færøyene og Skottland. I likhet med SalMar har de en vertikal integrert verdikjede. Visjonen deres omhandler å være en signifikant distributør og dekke det økende behovet etter et sunt og bærekraftig produsert protein (Bakkafrost, 2023).

### **Grieg Seafood:**

På tidlig 1990-tallet startet Per Grieg jr. Grieg Seafood. De er et av de ledende lakseoppdrettselskapene med forventet oppdrett av 135 000 tonn i 2026. De har oppdrettsanlegg i Norge og i Canada. Grunnlaget i alle deres prosesser er bærekraftig produksjon. Hovedmarkedet deres er i EU og Amerika, til tross for at de også eksporterer til Storbritannia og Asia (Grieg Seafood, u.å.).

## 4. Verdssettelsesteori og metode

I dette kapitlet presenteres relevant teori og metode som brukes for å besvare vår problemstilling. Å verdsette et selskap har til hensikt å estimere en forventet verdi for selskapet. Dette kan brukes til å vurdere om den reelle verdien til selskapet samsvarer med markedsverdien, og om aksjen er over- eller underpriset.

Det finnes ulike verdsettelsesmetoder som kan anvendes, og Damodaran nevner tre hovedmetoder; Fundamental verdsettelse, relativ verdsettelse og dividendemodellen (Damodaran, 2012, s. 11). I dividendemodellen beregnes verdien til en aksje med utgangspunkt i nåverdien av fremtidig utbytte til investorer (Damodaran, 2012, s. 323). Vi skal ikke benytte dividendemodellen videre i oppgaven og ser derfor bort fra denne.

### 4.1 Fundamental verdsettelse

Den mest kjente verdsettelsesmetoden er fundamental verdsettelse. Denne metoden baseres på en diskontert kontantstrøm (DCF). Man ønsker å finne nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene (NPV). Dette gjøres ved å diskontere fremtidige kontantstrømmer med en diskonteringsfaktor som baseres på risikofaktorene til kontantstrømmene. NPV reflekterer verdien av eiendelene til selskapet ved å ta hensyn til forventet vekst i kontantstrømmer, og risikoen i den aktuelle perioden (Damodaran, 2012, s. 12).

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

t = tidspunkt  
CF<sub>t</sub> = Kontantstrøm i periode t  
r = avkastningskrav

Formel 1: Nåverdi

#### 4.1.1 Egenkapitalmodellen

Egenkapitalmodellen brukes for å beregne verdien av investeringer i selskapets egenkapital. Tallene som benyttes har som utgangspunkt å være relevante for de som investerer i selskapets egenkapital (Damodaran, 2012, s. 12).

#### 4.1.1.1 Kontantstrøm til egenkapital

Målet med å utlede fri kontantstrøm til egenkapital er å beregne hvor mye overskudd som potensielt kan gå til investorer av egenkapitalen. Formelen nedenfor viser beregningen for fri kontantstrøm til egenkapitalen. Nettoinntekten tar utgangspunkt i årsresultatet, og kan defineres som resultatet etter skatt (Damodaran, 2012, s. 351-352).

<b>Egenkapitalmetoden</b>	
	Nettoinntekt
+	Avskrivninger
-	Investeringer
+/-	Endring i arbeidskapital
+/-	Endring i gjeld
=	<b>Fri kontantstrøm til egenkapital</b>

Formel 2: Fri kontantstrøm til egenkapital

#### 4.1.1.2 Risikofri rente

Eiendelene anses som risikofri når forventet avkastning er lik den faktiske avkastningen. For å oppnå dette stilles det krav til at det ikke kan være noe misligholdsrisiko eller reinvesteringsrisiko. De fleste eiendeler har misligholdsrisiko, og de eneste som kan være risikofrie er statsobligasjoner. Derfor brukes gjerne statsobligasjoner for å estimere risikofri rente i en verdsettelse. Misligholdsrisikoen til statsobligasjoner er varierende for ulike land, og noen steder er det ikke sikkert at du får risikofrie statsobligasjoner (Damodaran, 2012, s. 154-155).

Det kan heller ikke være reinvesteringsrisiko, da du ikke vil kunne oppnå at faktisk avkastning er lik forventet avkastning. Vanligvis brukes derfor null-kupong statsobligasjoner. Dette er verdipapirer som har en innbakt rente i hovedstolen ved forfall. I total kapitalmodellen, som vi kommer tilbake til senere, defineres den risikofrie renten som avkastning investorer kan få uten å eksponeres for risiko. Ved valg av risikofri rente i en verdsettelse er det flere faktorer man må ta hensyn til. Tidshorisonten og valg av valuta er to faktorer som kan påvirke verdsettelsesresultatet (Damodaran, 2012, s. 155-157).

### 4.1.1.3 Beta

Beta er et mål på volatiliteten til et verdipapir relativt til det overordnede markedet. Alle selskap blir eksponert for en systematisk risiko som ikke kan diversifiseres vekk.

Eksponeringer varierer fra selskap til selskap, og gjenspeiles i selskapets beta ( $\beta$ ). En beta på 1 viser at verdipapiret er like volatilt som markedet. En beta under 1 gjenspeiler mindre systematisk risiko, mens en beta over 1 viser høyere eksponering (Liberto, 2024).

Ved beregning av avkastningskravet CAPM spiller betaen en avgjørende rolle, da en liten endring i beta vil kunne endre diskonteringen drastisk. Damodaran presenterer tre metoder for å beregne beta; historisk, fundamental og regnskapsbeta. Vi skal se videre på de to førstnevnte ettersom disse skal brukes videre i oppgaven (Damodaran, 2012, s. 183).

#### 4.1.1.3.1 Historisk Beta

Historisk beta, også kjent som regresjonsbeta, er en tilnærming til beta hvor man anvender en regresjonsanalyse. Da måles verdipapirets avkastning i forhold til en markedsindeks i en gitt periode. Her bruker man historiske data fra selskapet og en valgt markedsindeks. Ideelt sett vil man velge en referanseindeks som omfavner alle aksjene i markedet, men dette er ikke mulig i praksis. Derfor velger man gjerne aksjeindekser som er representative for markedet (Damodaran, 2012, s. 183). Valg av referanseindeks vil kunne påvirke beta-estimatet, og derfor er det viktig å velge en så bred indeks som mulig.

Beta er illustrert i formelen under ved stigningstallet  $b$ . Stigningstallet viser hvor mye selskapets avkastning endrer seg i gjennomsnitt når markedsindeksen øker med én enhet.

$$R_j = a + b \cdot R_m$$

Formel 3: Historisk beta

$R_j$  = Avkastning

$a$  = Konstantledd

$b$  = stigningstall

$R_m$  = markedsavkastning



#### 4.1.1.3.2 Fundamental Beta

Fundamental beta er en tilnærming som tar hensyn til de fundamentale faktorene som påvirker avkastningen til et selskap. Selskapets beta bestemmes av tre variabler; virksomhetsområde, gjeldsgrad og forholdet mellom faste og variable kostnader. I et uforutsigbart marked vil betaen være høyere, da betaen måler den systematiske risikoen som selskapet eksponeres for. Selskap med høy gjeldsgrad har høyere beta. Høy gjeldsgrad fører til mye variasjon i netto inntekt, noe som gjør det risikofylt for investorer å investere i verdipapiret. En høy andel faste kostnader vil også føre til høy beta. Dette skyldes at de faste kostnadene vil utgjøre en stor andel i dårlige perioder, og en mindre andel i gode perioder (Damodaran, 2012, s. 194-195).

For å regne ut fundamental beta brukes “bottom-up betaer”. Da tar man utgangspunkt i sammenlignbare selskaper, og bruker en vektet gjennomsnitts beta for de sammenlignbare selskapene for å beregne en “unlevered beta”. Unlevered beta brukes deretter i utregningen til den selskapsspesifikke betaen (Damodaran, 2012, s. 197). Det er bemerkningsverdig at den fundamentale betaen oppfattes som mer presis enn den historiske betaen. Den historiske betaen reflekterer kun fortiden, mens bottom-up beta kan justeres slik at den reflekterer endringer i selskapets forretningsområder og gjeldsgrad.

$$\text{Unlevered } \beta = \beta / (1 + (1 - t) \cdot \frac{\text{Gjeld}}{\text{Egenkapital}})$$

Formel 4: Unlevered beta for sammenlignbare selskap

$$\text{Levered } \beta = \beta_{\text{unlevered}} \cdot [1 + (1 - t) \cdot \frac{\text{Gjeld}}{\text{Egenkapital}}]$$

Formel 5: Selskapsspesifikk beta

#### 4.1.1.4 Egenkapitalens risikopremie

$$\text{Egenkapitalens risikopremie} = (E(r_m) - r_f)$$

Formel 6: Egenkapitalens risikopremie

Egenkapitalens risikopremie er differansen mellom den risikofrie renten og den forventede avkastningen i markedet. Det er et påslag som investorer krever som kompensasjon for økt risiko. Påslaget brukes til å beregne et avkastningskrav, som muliggjør vurdering av gunstigheten for investering i mer risikofylte verdipapirer (Damodaran, 2012, s. 159).

Den vanligste tilnærmingen for å beregne egenkapitalens risikopremie er ved bruk av den historiske avkastningen i markedet. Da er det tre faktorer som er viktige å vurdere. Det er valg av risikofri eiendel, valg av tidshorisont og om man benytter seg av geometrisk eller aritmetisk gjennomsnitt. Aritmetisk gjennomsnitt vil gi en noe høyere risikopremie. Det er viktig å merke seg at det kan være utfordrende å bruke denne metoden dersom man har lite historisk data, eller det er et veldig volatilt marked. I marked med få store aktører vil også den historiske risikopremien gjerne avvike fra den reelle risikopremien (Damodaran, 2012, s. 162).

#### 4.1.2 Totalkapitalmetoden

Når du verdsetter ved bruk av totalkapitalmetoden tar du hensyn til hele venstresiden i balansen, med utgangspunkt i driftsresultatet. Dette vil si selskapets totale kapital, inkludert egenkapital og gjeld. Her tar man hensyn til flere interessenter enn kun investorer, ved å også inkludere leverandører og aksjonærer. Metoden har mange fellestrekk med egenkapitalmetoden. I begge metodene benyttes diskonterte kontantstrømmer for å beregne nåverdi, men beregningen av de fremtidige kontantstrømmene og avkastningskrav er ulike (Damodaran, 2012, s. 12-13).

##### 4.1.2.1 Fri kontantstrøm til total kapitalen

Ved å beregne den frie kontantstrømmen til total kapitalen ser man selskapets kontantstrøm fra sin operative drift og investeringer.

Totalkapitalmetoden	
	Driftsresultat
-	Skatt
+	Avskrivninger
+/-	Endring i arbeidskapital
+/-	Investeringer
=	<b>Fri kontantsstrøm til totalkapitalen</b>

Formel 7: Fri kontantsstrøm til totalkapitalen

Det er flere momenter som går igjen fra beregning av kontantstrøm til egenkapitalen. Ved utregningen av kontantstrømmen til totalkapitalen trekkes skatten fra driftsresultatet. Grunnen til skattefratrekket er at dette tas hensyn til i beregning av avkastningskravet WACC. Ved totalkapitalmetoden sin beregning av kontantstrøm ser man også bort fra netto gjeld (Damodaran, 2012, s. 381).

#### 4.1.2.2 WACC

Det er viktig å benytte seg av et avkastningskrav som gjenspeiler risikoen. Ved verdsetting av totalkapitalen bruker man en vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad, WACC. For å finne den vektete gjennomsnittlige kapitalkostnaden, vekter man gjennomsnittet av avkastningskravet til egenkapitalen og gjelden. I utregningen skal man alltid ta i bruk markedsverdier istedenfor bokførte verdier, av hensyn til hva investorer faktisk er villige til å betale. WACC er et godt egnet risikomål, da man gjennom vektet egenkapital og gjeld reflekterer selskapets kapitalstruktur.

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

Formel 8: Avkastningskrav til totalkapitalen

E = Markedsverdi egenkapital

D = Markedsverdi gjeld

$r_e$  = Egenkapitalkostnad

$r_d$  = Gjeldskostnad

t = Selskapsskatt

V = Markedsverdi totalkapital

Gjeldskostnaden er rentekostnadene på lånene selskapet har tatt opp, og bestemmes av den risikofrie renten, selskapets påslag for mislighold og skattefordeler knyttet til gjeld.

Egenkapitalkostnaden er den avkastningen en investor krever som kompensasjon for den økte risikoen knyttet til å investere i selskapet (Damodaran, 2012, s. 13).

Kapitalkostnadene kan brukes til å evaluere selskapets økonomiske stilling, avkastning og gjennomførbarheten av potensielle prosjekter. Lav WACC reflekterer at et selskap har lave kapitalkostnader og medfører lavere risiko. De vil kunne få et konkurransefortrinn, da evnen til å finansiere driften til en lavere kostnad er stor. Ved en høy WACC har selskapet høye kapitalkostnader, noe som reflekterer større risiko. De vil kunne slite med å konkurrere med andre selskap i samme bransje grunnet høye finansieringskostnader.

#### 4.1.2.3 Vekst

For å gjennomføre en verdsettelse er det en essensiell del å beregne den forventede veksten i fremtidige kontantstrømmer. Selskapets verdi estimeres ved å benytte diskonterte fremtidige kontantstrømmer. Den forventede veksten er derfor en stor faktor som kan påvirke estimatet av selskapets verdi. Damodaran viser til tre ulike måter å beregne veksten på; historisk vekst, fundamental vekst i nettoinntekter og fundamental vekst i driftsresultatet (Damodaran, 2012, s. 271).

##### 4.1.2.3.1 Historisk vekst

Den vanligste metoden for å estimere fremtidig vekst i kontantstrømmer er med utgangspunkt i den historiske veksten. Her er vekst estimatet sensitivt til perioden du har brukt i estimatet. Det er viktig at denne perioden er representativ for den fremtidige veksten. Man må se på hvordan man eventuelt skal håndtere negativt underskudd. Det er også nødvendig å vurdere om selskapet har endret størrelsen i perioden som brukes i estimatet (Damodaran, 2012, s. 278-281). Når man skal beregne fremtidig vekst i en verdsettelse er den foretrukne metoden å bruke geometrisk gjennomsnitt. Dette gir et bedre estimat på veksten i en periode. Da fanger man opp renters rente effekten ved å dele overskuddet i den siste observasjonen på den første observasjonen (Damodaran, 2012, s. 272)

##### 4.1.2.3.2 Fundamental vekst

Når du bruker historisk vekst, er vekst en ekstern variabel som påvirker verdi. Denne reflekterer ikke de operative detaljene i selskapet. En alternativ metode for å beregne vekst er å kartlegge de ulike handlingene som bidrar til å skape og opprettholde veksten i

selskapet. Dette gjør man gjennom å vurdere fundamentaler og vekst i egenkapitalsinntekter, og deretter se på avgjørende faktorer for vekst i driftsinntekter (Damodaran, 2012, s. 285).

Når man beregner vekst i nettoinntekter, ser man på tilbakeholdningsgraden og egenkapitalrentabiliteten (ROE). Tilbakeholdningsgraden er andelen av nettoinntekten som ikke betales i utbytte til investorer, men som selskapet beholder selv. Egenkapitalrentabiliteten illustrerer selskapets evne til å skape avkastning på egenkapitalen (Damodaran, 2012, s. 287).

$$Vekst_t = tilbakeholdningsgrad_{t-1} \cdot ROE$$

Formel 9: Vekst i nettoinntekter

For å beregne vekstrate i driftsresultatet tar man utgangspunkt i reinvesteringraten og totalkapitalrentabiliteten (ROC). I denne sammenhengen er reinvesteringraten hvor mye selskapet reinvesterer i selskapet for å generere fremtidig vekst. Totalkapitalrentabiliteten baseres på selskapets avkastning på kapitalen til eksisterende investeringer (Damodaran, 2012, s. 291)

$$Vekst_t = reinvesteringrate_{t-1} \cdot ROC$$

Formel 10: Vekst i driftsresultat

#### 4.1.2.4 Terminalverdi

Man kan ikke estimere kontantstrømmer for hvert år i evig tid. Derfor avslutter man gjerne kontantstrømestimatene med en terminalverdi. Denne skal representere verdien av selskapet på et gitt tidspunkt. Det er en forutsetning at veksten i terminalåret ikke er større enn veksten i den generelle økonomien, da selskapet ikke kan vokse seg større enn verdensøkonomien (Damodaran, 2012, s. 305).

Damodaran presenterer tre metoder for å estimere terminalverdien for et selskap. Den første er multippel basert og presenteres i neste delkapittel. Den andre metoden brukes dersom man tror selskapet på et tidspunkt vil gå konkurs og dermed selge unna alle

eiendelene sine. Da bruker man likvideringsverdien av selskapet, altså alle verdiene selskapet eier på et gitt tidspunkt. Den siste metoden er å beregne terminalverdi gjennom en stabil vekstmodell. Denne modellen forutsetter at selskapet reinvesterer en del av overskuddet for å forsikre seg om fremtidig vekst (Damodaran, 2012, s. 305-306).

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

Formel 11: Terminalverdi

r = avkastningskrav

g = stabil vekstrate

CF<sub>t+1</sub>=Kontantstrøm i år t+1

## 4.2 Relativ verdsettelse

Den andre verdsettelsesmetoden er relativ verdsettelse. Målet med denne metoden er å verdsette eiendeler med utgangspunkt i prisen på lignende eiendeler i markedet. Dette er en tilnærming som er hyppig brukt av analytikere og meglere for å se hvordan en eiendel er priset i forhold til sammenlignbare eiendeler. Det er to hovedkomponenter i denne typen verdsettelse. Den første komponenten er at prisene må standardiseres. Dette gjøres vanligvis ved å konvertere priser til multipler. Denne andre omhandler å finne sammenlignbare selskap. Dette kan være utfordrende da ingen selskap er identiske, til tross for at de opererer i samme bransje. De kan variere på risikonivå, potensial for vekst og kontantstrømmer (Damodaran, 2012, s. 453).

En relativ verdsettelse har både fordeler og ulemper. En av grunnene til at relativ verdsettelse er hyppig brukt, er at man kan gjennomføre en verdsettelse på en enklere og raskere måte med færre antagelser. Relativ verdsettelse er også svært enkel for andre å forstå, uten behov for mye forkunnskaper. I praksis fremstilles en eiendel som billig eller dyr i forhold til markedet ved bruk av multipler og sammenlignbare selskap. En relativ verdsettelse vil gjenspeile prisnivået i markedet, men dette er både en fordel og en ulempe. Man antar i en relativ verdsettelse at markedet er priset riktig, men et feilpriset marked kan føre til et feilaktig resultat. Siden ingen selskap er helt like, er man er nødt til å kompensere for ulikheter i risiko, vekst og kontantstrøm. Det kan da være lett å overse noen nøkkelverdier som vil kunne påvirke resultatet. Relativ verdsettelse er også veldig sårbar for manipulasjon, grunnet at multipler og sammenlignbare selskap velges av analytikeren (Damodaran, 2012, s. 453-454)

## 4.2.1 Multipler

### 4.2.1.1 Price-to-Earnings (P/E)

Pris til fortjeneste (P/E) er en ofte brukt multiplere innen relativ verdsettelse. Den bidrar til at investorer kan sammenligne selskapene innad i en bransje. Dermed kan de vurdere om aksjen er overpriset eller underpriset. Man finner denne multiplere ved å dele markedsverdien på resultatet i en gitt periode. Markedsverdien reflekterer hvilke forventninger markedet har til selskapets inntjeningssevne og kontantstrømmer (Damodaran, 2012, s. 468).

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

Formel 12: P/E-ratio

Et høyt P/E forhold kan indikere en forventning om fremtidig vekst og økning i resultatet fremover. Et lavt P/E forhold indikerer lav forventning om økt resultat og kan sees på som underpriset. Når man regner ut P/E forhold kan det være utfordringer som fører til stor variasjon i multiplere. Spesielt for høyvekstselskap avhenger P/E forholdet i stor grad av hvilket resultat du tar utgangspunkt i under beregningen. Volatiliteten i resultater fra periode til periode vil også kunne gi en misvisende P/E multiplere. En annen svakhet med denne multiplere er at det ikke er mulig å anvende den på selskap som har underskudd (Damodaran, 2012, s. 468).

### 4.2.1.2 Price-to-Book (P/B)

Pris til bokverdi (P/B) viser forholdet mellom pris per aksje og bokført verdi. Denne multiplere kan brukes for å vurdere selskapets evne til å skape fysisk verdi. Den bokførte verdien til en eiendel kan avvike en del fra markedsverdien dersom inntjeningssevnen til eiendelen har endret seg siden anskaffelsen. Begrunnelsen for dette er at bokverdien reflekterer eiendelens opprinnelige kostnad. Ved en lav P/B kan man potensielt få mange aksjer til en lav pris.

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

Formel 13: P/B-ratio

Det er flere årsaker til at denne multippelen er hyppig brukt av investorer og analytikere. En av fordelene er at bokverdien gir en relativ stabil verdimåling som kan sammenlignes med markedsverdien. Den kan også brukes for å sammenligne sammenlignbare selskaper dersom regnskapsstandardene er rimelig like. Da kan man vurdere om det foreligger en over- eller undervurdering av selskapene. Å bruke bokverdien kan være mindre egnet for å vurdere inntjeningssevnen til eiendelene enn en P/E multipl. Bokverdien påvirkes av ulike regnskapsbeslutninger som for eksempel avskrivninger. Multippelen gir derimot en løsning for relativ verdsettelse ved negative resultater (Damodaran, 2012, s. 511-512).

#### 4.2.1.3 EBIT/KG

EBIT/KG er en selskapsspesifikk multipl. Hensikten med en selskapsspesifikk multipl er å effektivt kunne sammenligne selskaper som opererer i samme sektor. Denne multippelen gir indikasjoner på hvor lønnsomt selskapet evner å generere inntekt per kilo slaktet laks. Ved utregningen av EBIT/KG, deler du selskapets EBIT (overskudd før rente og skatt) med antall kilo laks solgt. En høy EBIT/KG multipl indikerer at selskapet opererer lønnsomt på produktene de selger (Damodaran, 2012, s. 571).

Vi skal ikke direkte benytte denne i utregningen av aksjekursen, grunnet at den ikke tar direkte hensyn til verdien. Vi vil derimot bruke multippelen til å kunne opp- og nedjustere aksjekurs ut ifra resultatene av analysen.

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

Formel 14: EBIT/KG



## 4.3 Metode

Ved valg av forskningsmetode for å belyse en problemstilling har man to hovedmetoder; kvalitativ og kvantitativ metode. Metodevalget bestemmes gjerne av problemstilling og forholdene rundt problemstillingen. Vi skal benytte oss av kvantitativ metode, nærmere sagt talldata, i denne oppgaven. Det gir oss objektive data som bidrar til å gjøre en mer nøyaktig verdsettelse av SalMar.

Vi har valgt å utføre en fundamental verdsettelse for å besvare problemstillingen. Vi velger å anvende total kapitalmetoden da vi anser dette som den mest relevante, ettersom SalMar er finansiert av både egenkapital og gjeld. Som et alternativ til den fundamentale verdsettelsen vil vi også gjennomføre en relativ verdsettelse av selskapet. Dette vil bidra til å gi et annet perspektiv på SalMar og de sammenlignbare selskapene. Resultatene fra den relative verdsettelsen vil også kunne styrke påliteligheten til funnene i den fundamentale verdsettelsen. Det anvendes sekundærdata i vår oppgave. Vi tar i bruk SalMars års- og kvartalsrapporter i tillegg til annen eksisterende informasjon. Vi anser å bruke kvantitative data fra års- og kvartalsrapporter som en bidragsfaktor til å øke påliteligheten til besvarelsen vår.

## 5. Strategisk analyse

### 5.1 Introduksjon

For å etter beste evne kunne si noe om SalMars evne til å skape langsiktig inntjening, samt estimere fremtidige kontantstrømmer og vekst, vil vi gjennomføre en strategisk analyse. Dette er en sentral del av å gjennomføre en god fundamental verdsettelse, og bidrar til å skape et mer sammenfattet inntrykk av selskapet. En ekstern analyse skal bidra til å forstå hvordan SalMar posisjonerer seg i forhold til markedet, og hvordan dette er med på å bidra til verdiskapning for selskapet. Den eksterne analysen belyser også hvordan makroøkonomiske forhold er med og påvirker selskapet. Den interne analysen skal gjennomføres ved å benytte en VRIO-analyse. Her skal vi analysere verdien av ressursene til SalMar, og på hvilken måte de bidrar til å skape konkurransefortrinn. Til slutt vil vi oppsummere den strategiske analysen i en SWOT-analyse.

### 5.2 Ekstern analyse

#### 5.2.1 PESTEL

En PESTEL analyse brukes for å oppnå en forståelse av hvordan ulike makroøkonomiske forhold påvirker SalMar og markedet de opererer i. Den tar for seg politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, samfunnsmessige og lovmessige forhold (Peterdy, u.å.). Ved å analysere disse faktorene vil man gi et innblikk i markedets risikofaktorer og muligheter. Analysefunnene blir sentrale senere i oppgaven for å evne å ta nødvendige forutsetninger i beregningen av avkastningskrav og fremtidige kontantstrømmer.

##### 5.2.1.1 Politiske og juridiske forhold

Et selskap påvirkes av mange politiske forhold. Mange av disse forholdene innføres med hensikt å påvirke utviklingen av samfunnet. Politiske faktorer drives av myndighetenes handlinger og politikk (Peterdy, u.å.). Dette omfatter ulike reguleringer og handelsrestriksjoner. Vi slår sammen politiske og juridiske forhold da disse er tett knyttet.

Oppdrettsbransjen er en bransje som har strenge politiske reguleringer. Kravene som stilles omfatter miljøovervåkning, fiskevelferd, fiskehelse og forurensning. Dette reguleres gjennom en rekke ulike lover og regler. Målsetningen med denne strenge reguleringen er å bidra til at næringen vokser på en bærekraftig måte. Nærings- og fiskeridepartementet har hovedansvaret for reguleringer av oppdrettsbransjen. Akvanæringen er en tillatelsesbasert næring og må gjennom en godkjennelsesprosess før anlegget kan tas i bruk. For å kunne drive oppdrett er man nødt til å få konsesjoner. Dette vil si godkjenning og tillatelse fra myndighetene (Fiskeridirektoratet, u.å.-b).

Akvakulturloven regulerer produksjonen av laks. Målsetningen for loven er å fremme lønnsomheten til akvakulturnæringen parallelt med bærekraftig utvikling (Akvakulturloven, 2006, §1-4). Dette reguleres i form av det tidligere nevnte trafikklssystemet. Her påvirker og regulerer myndighetene ulike produksjonslokasjoner og hvor mye de har lov til å produsere ved bruk av et fargesystem. Formålet er å legge opp til en moderat risikoprofil for veksten i produksjon.

Forurensningsloven skal regulere utslipp fra oppdrettsanlegg og avfallshåndteringen til selskapene. På bakgrunn av denne skal det alltid legges vekt på forurensningsmessige ulemper når tillatelse om oppdrett utdeles (Miljødirektoratet, 2024). I tillegg har myndighetene en produksjonsavgift som stadig øker. Siden 2022 har den økt fra 40,5 øre per kg til 93,5 øre per kg. Dette gjelder for den sløyde fisken, og avgiften pålegges først når laksen er slaktet (Skatteetaten, u.å.).

I motsetning til matprodusenter i andre bransjer, mottar ikke havbrukerne statsstøtte for matproduksjon. Til tross for dette setter næringen eksport rekorder og det er en viktig næring i Norge. Den store omsetningen fikk staten til å varsle tiltak om lakseskatt. Etter norske myndigheters innføring av lakseskatt har produsenter i bransjen fått økte kostnader. Dette bidrar til å redusere marginene i bransjen. Selv om den norske oppdrettsbransjen er dominerende, vil andre produserende land få økte muligheter når kostnadene øker i Norge. Dersom det på sikt blir økonomisk verre å drive med lakseoppdrett i Norge, vil konkurransen med andre land øke.

Siden SalMar eksporterer varer til store deler av verden, samt produserer i Island og Skottland, påvirkes de også av andre lands politiske reglement. Eksporten til EU gjør at de omfattes av regelverk her og. Dette gjelder blant annet Europakommisjonens konkurranseregler. I januar 2024 ble flere store oppdrettsaktører i Norge anklaget for brudd på EUs konkurranseregler. Dette gjaldt blant annet utveksling av sensitive opplysninger som fjernet usikkerhet i markedet, og på denne måten påvirket lakseprisen (European Commission, 2024).

SalMar og konkurrentene påvirkes også av krig og urolighet i verden. Da EU satte sanksjoner som rammet den russiske økonomien etter invasjonen av Ukraina, påvirket dette laksenæringen. Eksporten ble redusert, da Russland protesterte med eksportforbud og det påvirket import av materialer som brukes i fôret (Regjeringen, 2023). Ukraina er også eksportør av disse råmaterialene. De høye energiprisene som følge av invasjonen påvirker kostnadene i oppdrettsbransjen. Ved sanksjoner som følge av krig, får ikke oppdrettsbransjen utnyttet det maksimale utbyttet av eksportvirksomhet og produksjon.

Høsten 2023 leverte havbruksutvalget en utredning til fiskeri- og havministeren. Ambisjonene til havbruksutvalget er å iverksette tiltak for å bidra til bærekraftige produksjonsmetoder (SalMar, 2024.-a, s. 9). Denne utredningen kom kort tid etter at den nye lakseskatten ble innført. Dette viser at det konstant jobbes med nye reguleringer, og de ulike reguleringene bidrar til usikkerhet innad i bransjen. Oppdrettsbransjen kan også være nødt til å bruke økonomiske ressurser for å klare å holde følge med alle reguleringene.

#### 5.2.1.2 Økonomiske forhold

I denne delen vil vi se på økonomiske forhold som påvirker SalMar på et makroøkonomisk nivå. Ettersom SalMar er en integrert del av en større økonomi, vil endringer i økonomiske forhold kunne ha innvirkning på selskapets drift og lønnsomhet. Dette omfatter blant annet valutakurs, rente og laksepris. Vekst eller nedgang i økonomien kan være med å bidra til endringer i etterspørselen, som igjen vil påvirke lakseprisen. Å forstå SalMars økonomiske risikomomenter er nødvendig for å kunne ta forutsetninger for fremtidige kontantstrømmer.

SalMar eksporterer mye til utlandet, noe som gjør valutakursen til en viktig faktor. En endring i valutakursen kan påvirke selskapets inntekter og kostnader. Da laks prises i utenlandsk valuta, påvirker valutakursen lakseprisen i stor grad. Derfor er det gunstig for norske oppdrettere at kronekursen er lav. Ved en høy kronekurs bør selskapet vurdere tiltak for å redusere valutakursrisikoen. Dette kan de gjøre ved å kjøpe derivater som valutaterminer. Valutaterminer er bindende avtaler mellom to parter, hvor den ene parten kjøper en eiendel til en forhåndsbestemt pris på et bestemt tidspunkt i fremtiden. Det fungerer som en sikring mot endringer i valutakursen (Bøhren & Michalsen, 2016, kap. 13.6).

De siste årene har lakseprisen hatt en stabil vekst. Unntaket er i 2020 hvor lakseprisen sank. Dette skyldtes trolig covid19 som påvirket både tilbudet og etterspørselen i markedet. Det er primært dette som styrer lakseprisen. Myndighetene har de siste årene innført strengere krav og restriksjoner knyttet til oppdrett, blant annet gjennom lakseskatt. Likevel har noen selskaper, inkludert SalMar, vært lønnsomme til tross for dette. Dette er mulig fordi lakseprisen har økt.

Oppdrettsnæringen kan betegnes som en kapitalintensiv industri. Dette vil si at beholdningen av realkapital er høy i forhold til arbeidskraft (Regjeringen, u.å.). Oppdrettsnæringen er dermed avhengig av å ta på seg en del gjeld for å kunne drive effektivt. På denne måten påvirker rentesatser selskapet. Sentralbanken styrer Norges pengepolitikk gjennom reguleringer av styringsrenten. I 2023 satt de opp styringsrenten, noe som ga SalMar og lakseselskapene økte rentekostnader (Aaser et al, 2023).

Sentralbanken satte opp styringsrenten i et forsøk på å redusere den høye inflasjonen, og potensielt styrke den norske kronen. Dersom inflasjonen reduseres kan sentralbanken sette ned styringsrenten igjen, noe som fører til lavere kostnader for lakseselskapene. For å kunne sikre seg mot renterisiko kan SalMar inngå renteswapper. Dette er en avtale mellom to parter der de bytter rentebetalinger over en bestemt tidsperiode. Renteswapper er spesielt interessant for selskaper som ønsker å sikre seg mot negative renteendringer, eller ønsker å tjene på forventet renteutvikling (Nordea, u.å.).

### 5.2.1.3 Sosiokulturelle forhold

Sosiale forhold påvirker selskapene da endringer i trender, forbrukerpreferanser og samfunnsansvar kan påvirke selskapets etterspørsel og omdømme. Evnen til å tilpasse seg sosiale forhold er avgjørende for selskapets suksess. Forhold selskapene påvirkes av inkluderer befolkningsvekst, demografiske endringer, globalisering og livsstilsendringer. Befolkningen har økt kraftig de siste hundre årene, og FN forventer at befolkningen når en topp på 10,4 millioner i 2080 (FN-sambandet, 2023). Den økte befolkningsveksten vil føre til økt etterspørsel i oppdrettsnæringen. Ettersom laks er en rik proteinkilde og inneholder mange ulike vitaminer, kan den bidra til god helse. Den økende trenden med fokus på helse kan også være med å øke etterspørselen etter laks.

Bedrifters evne til å ta samfunnsansvar er et svært dagsaktuelt tema. Det oppblussende temaet fører til at det stilles krav til selskapet fra interessenter og forbrukere om å ta et samfunnsansvar. SalMar har innvirkning på lokalsamfunnene der de opererer. De betegnes som en hjørnesteinsbedrift som trekker folk mot små kyststrøk. På denne måten skaper de arbeidsplasser slik at folk ikke er avhengig av å flytte for å få seg jobb. Dette bidrar til å opprettholde innbyggertallet og potensielt tiltrekke seg nye innbyggere. De har også samarbeidet med NAV for å rekruttere personer med kortere CVer. SalMar er opptatt av å gi tilbake til lokalsamfunnet, og har derfor opprettet SalMarfondet. Fondet prioriterer spesielt idretts- og kulturinitiativer som involverer barn og unge. Samtidig støtter også SalMar flere nasjonale veldedighetsorganisasjoner, som Den norske kreftforeningen og WWFs innsats mot plast i havet (SalMar, 2023, s. 61).

### 5.2.1.4 Teknologiske forhold

I denne delen vil vi se på hvordan teknologisk utvikling og innovasjon påvirker SalMar. Teknologiske forhold spiller en avgjørende rolle i dagens samfunn, og påvirker næringslivet i sin helhet. Den teknologiske utviklingen kan skape både nye trusler og muligheter. For å opprettholde konkurranseposisjonen sin er markedet nødt til å følge den teknologiske utviklingen. Dette fører til at oppdrettsbransjen får muligheter til å utvikle verdikjeden og gjøre driften mer kostnadseffektiv.

Produksjonsteknologien i oppdrettsnæringen er i konstant utvikling. Utviklingen i teknologi rundt landbasert og offshore oppdrettsanlegg har blant annet åpnet muligheter for SalMar. De biologiske faktorene som oppdrettsnæringen står overfor, fører til at det er vanskelig å øke tilbudet av laks. I snitt mister man rundt 15-16% av fisken i produksjonssyklusen, og på Vestlandet har tallene vært helt oppe i 27% det siste året (Knudsen, 2024). For at næringen skal være innovativ og følge markedet, er de avhengig av teknologiske løsninger som minimerer “svinn”. Den teknologiske utviklingen krever store økonomiske investeringer. Offshore oppdrettsanlegg som Ocean Farm 1 vil bidra til å redusere sykdom og arealutfordringer.

Ved å videreutvikle slike anlegg kan det bidra til å redusere kostnader og øke effektiviteten i produksjonen. Digitalisering og automatisering av produksjonsprosesser er avgjørende for å holde sin posisjon i markedet. SalMar har høyere driftsmargin enn konkurrentene, noe som tyder på at de allerede satser på kostnadseffektive prosesser i verdikjeden. Viktigheten av å opprettholde fokuset på teknologiske forbedringer er likevel stor for å forbli konkurransedyktig.

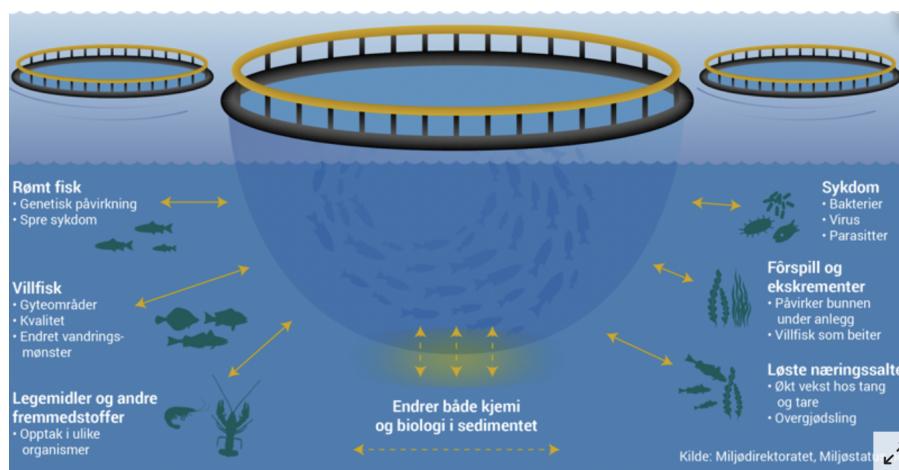
#### 5.2.1.5 Miljømessige forhold

Miljømessige faktorer er et meget sentralt tema i dagens samfunn. Det stilles krav fra interessenter og forbrukere om å ta et ansvar for bærekraftig drift. De nye kravene for bærekraftsrapportering legger også til rette for en omstilling til en mer bærekraftig økonomi (NOU 2023: 15, s. 8). Stadig strengere reguleringer innenfor bærekraft og miljøpåvirkning vil kunne resultere i økte kostnader. Tilsvarende kan det økte miljøfokus styrke konkurransedyktigheten til selskap som allerede har en bærekraftig produksjonsprosess. Myndighetene regulerer næringen slik at næringen skal utvikle seg bærekraftig, men likevel være lønnsom.

Oppdrettsnæringen kan oppfattes som en trussel for villaks og miljøet i fjorden. Rømningslaks er et miljømessig problem for oppdrettsnæringen. Den rømte laksen kan ha negativ påvirkning på villaksen. Det største problemet er at oppdrettslaksen gyter sammen med villaksen som kan føre til genetiske utfordringer. Dette kan gi en reduksjon i vekst og overlevelse for villaksen. Rømningslaks er også en avgjørende faktor ved spredning av lakselus. Den høye tettheten av oppdrettslaks gjør at lakselusen kan formere seg til store

mengder. Rønningslaksen fører da med seg lus og andre sykdommer til villaksen, laksesmolt, sjørøye og sjøørret. Dette resulterer i dyre behandlinger og redusert velferd blant laksen og andre sjødyr (Naturvernforbundet, 2020).

Der det er god vannkvalitet, vil fiskeoppdrett vanligvis ikke føre til forurensningsproblemer. Om det derimot er områder med dårligere forhold, kan den totale belastningen bli stor. Dette gjelder spesielt for steder der det er mange anlegg i samme område. I dag er den største kilden til menneskeskapte utslipp langs kysten fiskeoppdrett. Til tross for forsøk på reduksjon av utslipp, fører den økte produksjonen til en økning i utslipp. Næringssaltene skaper vekst av tang og tare, i tillegg til overgjødning i fjordområdene. Fôret som blir brukt til oppdrettslaks inneholder uønskede stoffer som kan påvirke livet i havet ved spredning. Dette går spesielt utover villaksen som beiter (Miljødirektoratet, 2023). For at oppdrettsnæringen skal kunne fortsette å vokse, er det avgjørende å drive bærekraftig oppdrett. SalMar har blant annet varslet at de vil investere en halv million i forskning rundt dødelighet og bærekraft i lakseoppdrett (Knudsen et al, 2024).



Figur 7: Påvirkning fra fiskeoppdrett (Miljødirektoratet, 2024)

### 5.2.1.6 Oppsummering PESTEL analyse

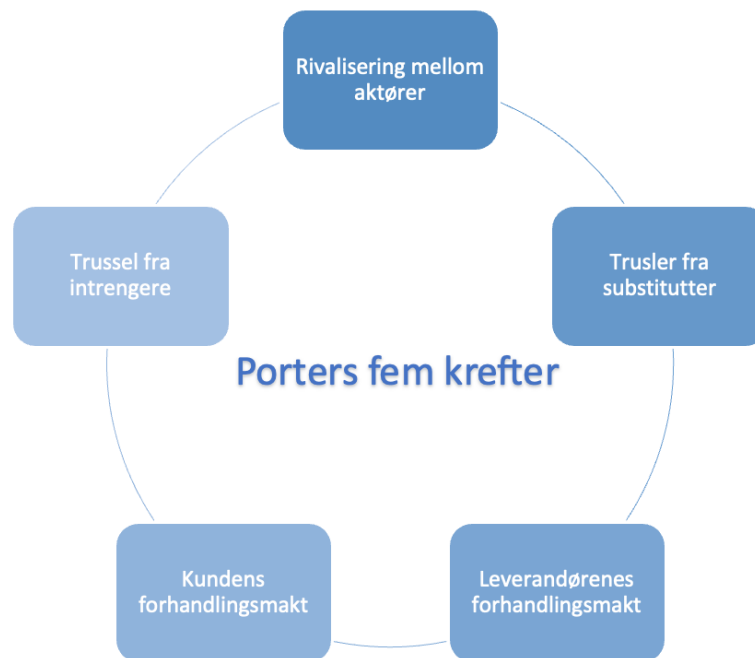
Vi ser ut fra den eksterne analysen ovenfor at det er mange makroøkonomiske forhold som påvirker både SalMar og markedet de opererer i. Spesielt utpeker økonomiske, samfunnsmessige og politiske faktorer seg. De økonomiske faktorene påvirker spesielt lakseprisen, og dermed lønnsomheten til bedriften. Oppdrettsbransjen står overfor biologiske utfordringer, og mye laks går tapt som følge av lakselus. Et stadig større fokus



på bærekraft fører til at de kontinuerlig må forbedre deres økologiske fotavtrykk. Politiske reguleringer bidrar til å kontrollere veksten i oppdrettsbransjen. Bransjen står overfor en kontinuerlig utvikling i politiske reguleringer, og derfor er evnen til omstilling viktig for å opprettholde en kundebase og markedsandeler.

### 5.2.3 Porters 5 krefter

Michael Porters modell er et verktøy som brukes i strategiske analyser for å kartlegge konkurransen i en bransje. Han trekker frem fem krefter som påvirker konkurransen. Disse er trussel for inntrengere, rivalisering mellom aktører, trusler fra substitutter, kundenes forhandlingsmakt og leverandørens forhandlingsmakt. Ved å foreta en analyse ved bruk av Porters fem krefter vil man få en oversikt over konkurransen og lønnsomheten i markedet. Man kan også få en oversikt over hvordan de ulike aktørene posisjonerer seg i markedet (Gratton, 2024).



Figur 8: Porters fem krefter (Gratton, 2024)

### 5.2.3.1 Trusler fra inntrengere

I denne delen skal vi vurdere trusselen av nye konkurrenter i markedet, og hvordan dette påvirker de eksisterende bedriftene i bransjen. Faren for nyetableringer knyttes ofte til hvor lukrativt markedet er. Etableringskostnadene påvirker også mengden nyetableringer som forekommer. Dersom etableringskostnadene er lave vil det være lettere å etablere nye selskap og trusselen for inntrengere vil være større (Dan, 2013a).

Oppdrettsbransjen er en svært lukrativ bransje, og etterspørselen etter laks er stadig i vekst. Dermed er det lett å forestille seg at mange nye aktører ønsker å etablere seg. Til tross for dette er det relativt få nyetableringer i markedet. Dette kan skyldes at myndighetene har innført begrensninger for hvem som kan etablere seg, noe som kommer frem i oppdrettsloven. Hensikten med loven er å bidra til at oppdrettsnæringen blir en lønnsom og livskraftig næring (Oppdrettsloven, 1985, § 3). Det er også høye kostnader knyttet til å etablere seg i bransjen. Dette innebærer blant annet anskaffelse av konsesjoner, merder, infrastruktur og logistikk. Med hensyn til dette vil vi konkludere med at trusselen for inntrengere er lav til moderat.

### 5.2.3.2 Rivalisering mellom aktører

Markedets rivalisering avhenger av antallet aktører, deres grad av konkurranse og evne til å begrense hverandres inntjeningspotensial. Hvis konkurransen er høy, vil aktørene prøve å stjele markedsandeler fra hverandre. Dette vil resultere i en svekket lønnsomhet for de opererende i bransjen. Ved lite rivalisering vil det være enklere for de eksisterende selskapene i bransjen å øke lønnsomheten sin (Dan, 2013b).

De største aktørene i oppdrettsbransjen står for store deler av markedet. Selv om det også er mange små og mellomstore selskaper i bransjen, har de en betydelig mindre markedsandel. Dermed vil ikke disse selskapene utgjøre noe særlig trussel for SalMar. Det er derimot sterk konkurranse blant de største aktørene på markedet. For SalMar, Mowi, Lerøy Seafood, Bakkafrost og Grieg Seafood handler det stort sett om å kapre markedsandeler fra hverandre. Tilsynelatende kan det se ut som det er sterk rivalisering blant aktørene. Likevel er markedet preget av høy etterspørsel i forhold til tilbudt kvantum,

noe som bidrar til å svekke rivaliseringen. Ut ifra dette anser vi rivaliseringen blant aktørene som moderat.

#### 5.2.3.3. Trusler fra substitutter

Substitutter er varer og tjenester som kan erstatte allerede eksisterende produkter og tjenester. For å regnes som et substitutt må det dekke samme behov eller ønsker hos kundene. Dersom man opplever en økt tilgang på substitutter kan dette svekke etterspørselen hos de allerede eksisterende bedriftene i bransjen. Da vil ikke etterspørselen etter deres produkter være like ettertraktet, og lønnsomheten kan påvirkes deretter. Substitutter kan også bidra til innovasjon ettersom det tvinger de eksisterende bedriftene til å videreutvikle sine produkter. Dette stiller krav til at de må tilpasse seg trender og endrede forbrukerbehov (Dan, 2013c).

Det er mange ulike proteinkilder som kan anses som alternativer til laks, hvor flere av disse er fiskearter. Noen alternativer er også billigere prismessig. Ingen alternativer er derimot direkte substitutter til laks. Dette innebærer at det ikke selges andre produkter som både smaksmessig og næringsmessig erstatter laks. Det er dog andre alternativer på markedet som har tilsvarende næringsinnhold som laks. Et eksempel på dette er kosttilskudd. Et kosttilskudd vil derimot ikke kunne tilføre kunden proteiner og andre viktige næringskilder. Det kan likevel være et supplement ved å for eksempel kunne dekke omega 3 behovet. Laks skiller seg dermed ut som et unikt produkt. På bakgrunn av dette betegner vi trusselen for substitutter som moderat.

#### 5.2.3.4 Kundens forhandlingsmakt

Kundens forhandlingsmakt handler om påvirkningskraften kundene har på bedriften. Konsumentene ønsker kvalitetsvarer til lavest mulig pris. Vi kan dermed måle forhandlingsmakten deres ved å se på hvordan de kan bidra til prispress, øke kvaliteten, eller forbedre selskapets kundeservice (Dan, 2020). Forhandlingsmakten til kundene kan på denne måten ha innvirkning på bedriftens lønnsomhet. Det er flere faktorer som bestemmer kundenes forhandlingsmakt. Ved få kunder og mange aktører på markedet, vil forhandlingsmakten til kundene være høy. Andre bidragsfaktorer til at kundens

forhandlingsmakt er høy er lave kostnader knyttet til leverandørbytte, god tilgang på substitutter og muligheten for at kunden selv kan produsere produktet.

Oppdrettsbransjen er en bransje med høy etterspørsel i forhold til aktører. Med hensyn til den pågående befolkningsveksten vil etterspørselen fortsette å vokse. Dette vil naturligvis svekke kundens forhandlingsmakt. Da laks er et homogent produkt, vil ikke tilbyderne av laks skille seg mye fra hverandre. Dette fører til at byttekostnaden er lav for kundene. De kan bytte leverandør og likevel få samme produkt. For SalMar utgjør ikke dette en særlig stor trussel ettersom de for det meste selger laks på kontrakt til grossister eller videresalgforetak. Etterspørselen er såpass stor i forhold til tilbudt kvantum, noe som fører til at tapet av noen kunder ikke utgjør noen drastiske endringer. Dermed vil vi konkludere med at kundens forhandlingsmakt er lav til moderat.

#### 4.2.3.5 Leverandørens forhandlingsmakt

Leverandørers forhandlingsmakt baserer seg på presset leverandører kan utøve på bedriftene ved å øke prisene, redusere kvaliteten eller gjøre produktene mindre tilgjengelige. Dette vil kunne påvirke bedriftens lønnsomhet ved å redusere bedriftens marginer. Antall leverandører i markedet har mye å si for forhandlingsmakten til leverandørene. Er det få leverandører av et type produkt, vil leverandørene få en styrket forhandlingsmakt. Det samme vil skje dersom leverandørens produkt er differensiert fra andre leverandører. Dette fører til en begrenset tilgjengelighet på produktet, og leverandøren kan dermed kreve en høyere pris. En annen faktor som påvirker er dersom kjøperen står for en stor andel av salget deres. Dette svekker leverandørens forhandlingsmakt (Dan, 2013d).

SalMar har forskjellige leverandører til ulike formål, men den største kostnadsdriveren deres er soleklart fôr. Dette gjelder generelt for hele bransjen, og man kan derfor tenke seg at forhandlingsmakten til fôrleverandørene styrkes. Likevel må man ta i betraktning at deres produkt er spesialtilpasset atlantisk laks. Dette, i tillegg til at det er få oppdrettsaktører på markedet, fører til at leverandørens forhandlingsmakt blir svekket. De er avhengig av å ha en konkurransedyktig pris slik at de kan selge sitt produkt til bransjen. Dermed vil vi betegne deres forhandlingsmakt som lav til moderat.

### 5.2.3.6 Oppsummering Porters fem krefter

Porters analysen viser at SalMar har en stabilt god markedsposisjon i sitt marked. Analysen av omgivelsene til selskapet viser at bransjen er preget av rivalisering mellom aktører. Strengt reguleringer knyttet til etablering i bransjen og høye etableringskostnader fører til få trusler fra inntrengere. På bakgrunn av dette er det de allerede etablerte selskapene som er den største trusselen for SalMar. Konkurransesituasjonen mellom de store aktørene i bransjen er med å påvirke selskapet, og det er viktig å utvikle en målrettet strategi for å opprettholde selskapets posisjon.

## 5.3 Intern ressurs analyse

### 5.3.1 VRIO

For å analysere de interne ressursene til SalMar, skal vi gjennomføre en VRIO-analyse. Målet med denne analysen er å få en oversikt over verdien, sjeldenheten, ikke kopierbarheten og om det er organisatorisk støtte i SalMar sine interne ressurser. Ressursene er verdifulle dersom de bidrar til å skape konkurransefortrinn. Om ressursen er sjelden vil det være få eller ingen som besitter denne ressursen. Et konkurransefortrinn kan også oppstå om ressursene er veldig vanskelige eller umulig å imitere. Organisatorisk støtte handler om at en ressurs støttes av prosesser, struktur og kulturen i selskapet (Cascade Team, 2023).

Ved å analysere dette oppnår vi en oversikt over hvilke konkurransefortrinn selskapet har, og kan forstå selskapets nåværende konkurranseposisjon. Det vil også gi innsikt til å vurdere hvordan selskapet kan forbedre seg og skille seg ut fra konkurrentene. Ved å kombinere en intern strategisk analyse med de eksterne gjennomført ovenfor, gir det oss et bedre grunnlag for å beregne riktige avkastningskrav og fremtidig vekst.

#### 5.3.1.1 Teknologi og innovasjon

For at oppdrettsnæringen skal kunne vokse i fremtiden, er teknologisk utvikling og innovasjon viktig. SalMar har blant annet bygget sitt eget slakteri og bearbeidingsanlegg. Det første anlegget, InnovaMar, ble ferdigstilt i 2010. Senere har de også bygget et

lignende anlegg i Nord-Norge som kalles InnovaNor. Her driver de med innhøsting, prosessering, pakking, frysing og lagring. Anleggene har en kapasitet på 150 000 tonn laks hver i året (SalMar, 2023, s. 16). Ved å investere i egne anlegg har SalMar økt kapasiteten sin betydelig. Dette har trolig også økt lønnsomheten til selskapet da det har bidratt til effektivitets- og logistikktutnyttelse.

SalMar er ledende på innovasjon og teknologisk utvikling innen havbasert oppdrett. De har utviklet et offshore oppdrettsanlegg. Anlegget kalles Ocean Farm 1 og er det første offshore oppdrettsanlegget på markedet. Havmerden har en diameter på 110 meter og har plass til rundt 1,5 millioner laks. SalMar jobber i tillegg med å utvikle et nytt offshore oppdrettsanlegg med dobbelt så stor kapasitet som Ocean Farm 1 (Ilaks, 2018). I tillegg kommer det frem i årsrapporten at de arbeider på et prosjekt som skal produsere laks på åpent hav (SalMar, 2023). Ocean Farm 1s plassering bidrar til økt kapasitet for oppdrett av laks, fordi det kan redusere tettheten i merdene uten å redusere produsert volum.

Med dette tatt i betraktning vil vi konkludere med at anleggene til SalMar er av betydelig verdi. Slakteri og bearbeidingsanleggene vil vi betegne som sjeldne, men kopierbare. Det krever derimot mye kapital for å utvikle lignende anlegg, noe som kan tyde på at SalMar har et midlertidig konkurransefortrinn. Ocean Farm 1 er uten tvil sjeldent da det var det første anlegget av sin klasse globalt. Etersom et offshore oppdrettsanlegg gir konkurransefordeler, er det naturlig å anta at andre aktører vil utvikle lignende anlegg. Anlegget vil dermed være kopierbart, men i likhet med slakteri og bearbeidingsanleggene vil det kreve høye investeringer fra aktørene for å etterligne dette.

### 5.3.1.2 Geografisk lokasjon

En viktig faktor som spiller inn når det kommer til lakseoppdrett er temperaturen i havet. For at laksen skal få i seg nok oksygen, spise godt og vokse riktig, er det essensielt med rett temperatur i havet. Den ideelle temperaturen er på mellom 8 og 14 grader (Energyrent, u.å.). SalMars anlegg er plassert i kjølige klima med lave vanntemperaturer, noe som minimerer faren for sykdommer og lakselus. Dette bidrar til å øke overlevelseshraten.

Den geografiske lokasjonen er en viktig ressurs for SalMar, men den er ikke sjelden. Flere av deres konkurrenter opererer også langs norskekysten. Likevel vil det være vanskelig for

nye aktører å kopiere på grunn av konsesjoner. Dersom ikke alle konsesjonene i området blir utnyttet, er det mulig å starte oppdrett i samme området. Om det ikke er tilgjengelige konsesjoner, er man avhengig av potensielle oppkjøp av andre selskap for å drive oppdrett der. Dermed vil det være en ressurs som er kopierbar, men likevel vanskelig å kopiere. SalMar har utnyttet denne ressursen i stor grad. De fleste av anleggene deres er plassert rundt norskekysten, noe som kan gjøre dem lett påvirkelig ved eventuelle naturkatastrofer i området. For å unngå dette kan SalMar diversifisere driften sin bedre ved å utvikle flere anlegg på andre lokasjoner.

### 5.3.1.3 Verdikjede

SalMar har en integrert verdikjede. Dette vil si at de driver med både oppdrett, slakt, foredling, salg og distribusjon. Den integrerte verdikjeden fører til at SalMar er mindre avhengig av eksterne aktører. På denne måten har de god oversikt over hele verdikjeden og kommunikasjonen er bedre. Utviklingsmulighetene er større da man kan gå direkte inn for å forbedre de ulike prosessene, uten å være avhengig av eksterne.

Den vertikale integrerte verdikjeden er en sjelden ressurs som fører til høyere effektivitet. SalMar er derimot ikke det eneste selskapet som har dette, noe som betyr at ressursen er kopierbar. Det er også sannsynlig at flere aktører vil integrere verdikjeden på sikt, da dette kan øke lønnsomheten til selskapene. Dermed vil vi kategorisere den integrerte verdikjeden til SalMar som et midlertidig konkurransefortrinn. Det er også mulighet for å utnytte ressursen ytterligere ved å integrere forproduksjon i verdikjeden deres. Da vil SalMar få et større konkurransefortrinn ettersom få aktører har klart å oppnå en helintegrert verdikjede.

### 5.3.2 Oppsummering VRIO

Med utgangspunkt i den interne analysen kan vi observere at SalMars interne ressurser bidrar til å skape midlertidige konkurransefortrinn. Til tross for at ressursene krever en del for å kopieres, er det mulig å imitere de. Dette vises gjennom at andre konkurrenter i bransjen har etterlignet ressursene. Teknologi og innovasjon er en svært verdifull ressurs som også er sjelden. SalMar er ledende innen havbasert oppdrett. Den geografiske lokasjonen er en verdifull ressurs, men den er ikke sjelden. De gode forholdene for oppdrett er grunnen til at norske aktører er verdensledende innen lakseoppdrett. Deres

vertikal integrerte verdikjede bidrar til at de evner å være så kostnadseffektive som de er. Likevel vil den høye lønnsomheten føre til at andre aktører som ikke har integrert verdikjede, strekker seg mot å etterligne. Verdikjeden til SalMar er derimot ikke helintegrert, noe som viser at de også kan gjøre forbedringer. Samlet sett bidrar disse interne ressursene til at SalMar er det nest største lakseoppdrettsselskapet i verden.

<b>Ressurs</b>	<i>Er ressursen verdifull?</i>	<i>Er ressursen sjelden?</i>	<i>Er ressursen ikke-imiterbar?</i>	<i>Er ressursen organisert?</i>
<b>Teknologi og innovasjon</b>	Ja	Ja	Nei	Ja
<b>Geografisk lokasjon</b>	Ja	Nei	Nei	Ja
<b>Verdikjede</b>	Ja	Ja	Nei	Ja

Tabell 1: Oppsummering intern analyse

## 5.4 SWOT

Som en oppsummering av den strategiske analysen benytter vi en SWOT analyse. En SWOT analyse belyser selskapets styrker, svakheter, muligheter og trusler. Målet med modellen er å kunne identifisere hvilke styrker de har, svakheter de bør forbedre, samt kunne identifisere muligheter og trusler som gir grunnlag for videre strategier (Vikøren & Pihl, 2022). Ved å bruke analyseresultatene i modellen kan selskapet gjøre strategiske vurderinger for å forbli konkurransedyktige og opprettholde en god posisjon i markedet.

Gjennom den eksterne analysen i PESTEL og Porters fem krefter har vi identifisert hvilke muligheter og trusler SalMar står ovenfor. Noen av de eksterne mulighetene og truslene de står ovenfor er makroøkonomiske forhold som er ute av selskapets kontroll. Derfor er det viktig å utnytte eller sikre seg mot disse faktorene. Gjennom den interne VRIO analysen har vi identifisert hvilke og hvordan ulike ressurser kan gi selskapet et konkurransefortrinn. Dette presenteres i form av styrker og svakheter. Videre skal vi bruke resultatene fra den strategiske analysen for å gjøre en grundig og helhetlig verdsettelse av selskapet. Med utgangspunkt i analysen vil vi beregne fremtidige kontantstrømmer og avkastningskrav.



<b>Interne:</b>	
<b><i>Styrker:</i></b>	<b><i>Svakheter:</i></b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Havbasert lakseoppdrett</li> <li>• Vertikal integrert verdikjede</li> <li>• Kostnadseffektive</li> <li>• Innovasjon og forskning</li> <li>• Geografisk beliggenhet</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Lite diversifiserte lokasjoner ved naturkatastrofer</li> <li>• Stor avstand til markedene</li> <li>• Mangel på fôr produksjon i verdikjeden</li> </ul>
<b>Eksterne:</b>	
<b><i>Muligheter:</i></b>	<b><i>Trusler:</i></b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Teknologisk utvikling</li> <li>• Inflasjon og økt kronekurs</li> <li>• Økt helsefokus blant befolkningen og befolkningsvekst</li> <li>• Viktigheten av bærekraftig matproduksjon</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Lakselus og rømming</li> <li>• Strenge reguleringer</li> <li>• Klimaendringer eller ekstremvær</li> <li>• Lakseskatt</li> <li>• Biologiske utfordringer ved landbasert oppdrett</li> </ul>

Tabell 2: SWOT-analyse

## 6. Regnskapsanalyse

### 6.1 Introduksjon

En regnskapsanalyse er et verktøy som gir oss innsikt i bedriftens økonomiske stilling og utvikling. Ved hjelp av en systematisk vurdering av regnskapsdata kan man avdekke selskapets forbedringspotensial. En regnskapsanalyse kan gi relevant informasjon for mange ulike interessenter. Ved å sammenligne regnskapstallene over tid kan man se hvordan selskapet har utviklet seg og om det er en klar trend i utviklingen (Hoff & Pedersen, 2019, s.181). Analyseresultatene vil være nyttige for å få en grundig forståelse av selskapets verdiskapning, og gi oss grunnlag for å estimere fremtidige kontantstrømmer, vekstfaktorer og avkastningskrav. Ved å knytte sammen resultatene i regnskapsanalysen med funnene i den strategiske analysen, vil vi få et godt grunnlag for verdsettelsen av SalMar.

Vi skal analysere resultatregnskapet for å få informasjon om utviklingen i selskapets marginer, driftskostnader og inntekter. Videre skal vi se på balansen for å avdekke hvordan selskapet finansierer eiendelene sine. Til slutt skal vi foreta en nøkkeltallsanalyse, der vi skal beregne nøkkeltallene lønnsomhet, likviditet og soliditet. Ved å sammenligne SalMars nøkkeltall med deres sammenlignbare selskap, vil vi kunne identifisere trendutviklingen i forhold til resten av bransjen. Gjennom analysen skal vi benytte både horisontale og vertikale analyser. De horisontale analysene er såkalte “trendanalyser”, der man ser på utviklingen i regnskapstallene. De vertikale analysene har som hensikt å identifisere sammenhengen mellom de ulike postene i et regnskap (Hoff & Pedersen, 2019, s. 194).

En regnskapsanalyse vil være nyttig for flere interessenter i selskapet. For kreditorer gir det et grunnlag for risikovurdering ved utlån til selskapet. Ved å få et overblikk over lønnsomheten, får investorer grunnlag til å ta informerte valg ved investeringsbeslutninger. For SalMar vil regnskapsanalysen kunne brukes til å evaluere selskapets økonomiske styrker og svakheter. Dette kan brukes til å legge målrettede strategier og ta beslutninger for å forbedre selskapets økonomiske situasjon. Ved å sammenligne med bransjen vil det også kunne avdekke konkurranseposisjonen til selskapet.

## 6.2 Regnskap

Ved å analysere SalMars historiske regnskapstall får vi et innblikk i selskapets økonomiske ytelse over tid. Å identifisere eventuelle trender vil gi oss bedre evne til å kunne forutsi fremtidige kontantstrømmer, og legger dermed grunnlaget for våre fremtidsprognoser. Når vi sammenligner SalMar med konkurrenter, vil vi ta utgangspunkt i de tre selskapene som vi har brukt tidligere; Grieg Seafood, Lerøy Seafood og Bakkafrost.

### 6.2.1 Resultatregnskapet

Et resultatregnskap viser inntekter og kostnader for en gitt periode, som gjenspeiler de økonomiske resultatene. Ut ifra et resultatregnskap kan vi få en indikasjon på om driften er lønnsom. Et selskap kan ligge i et underskudd i en kort periode, men på mellomlang og lang sikt er det viktig med en positiv margin (Hoff & Helbæk, 2021, s. 150).

I MNOK	2019	2020	2021	2022	forl. 2023
Driftsinntekter	<b>12237</b>	<b>12912</b>	<b>15043</b>	<b>20158</b>	<b>28219</b>
Kostnader	8451	9091	11308	14656	18678
Av- og nedskrivninger	717	811	806	1038	1452
<b>Driftsresultat (EBIT)</b>	<b>3067</b>	<b>3010</b>	<b>2926</b>	<b>4465</b>	<b>8088</b>
Driftsmargin	25,06 %	23,31 %	19,45 %	22,15 %	28,66 %
<b>Resultat før skatt</b>	<b>3158</b>	<b>2571</b>	<b>3386</b>	<b>4562</b>	<b>7279</b>
Skatt	613	563	719	954	4534
<b>Resultat før diskontinuerlig virksomhet</b>	<b>2544</b>	<b>2008</b>	<b>2668</b>	<b>3608</b>	<b>2745</b>
<i>Diskontinuerlig virksomhet</i>	0	0	0	107	657
<b>Resultat</b>	<b>2544</b>	<b>2008</b>	<b>2668</b>	<b>3715</b>	<b>3402</b>
Margin	20,79 %	15,55 %	17,74 %	18,43 %	12,06 %

Tabell 3: Forenklet resultatregnskap og marginer (Tall hentet fra års- og kvartalsrapportene til SalMar)

Analysen av resultatregnskapet danner et bilde av selskapets økonomiske resultater. I resultatregnskapet kan vi observere at SalMar hadde et jevnt driftsresultat frem til 2020 før det begynte å stige. I 2020 og 2021 var det mye svingninger i lakseprisen grunnet coronaviruset, og etterspørselen var varierende. Dette gjenspeiles i driftsmarginen. Det stigende driftsresultatet indikerer at det er mer salgsaktivitet eller økt salgpris. Dette kan sees i sammenheng med laksepriser og slaktevolumet til SalMar de siste årene. En økning i kostnader som ikke reduserer driftsresultatet indikerer en økning i varelager, noe som skaper mer salgsinntekter. Driftsmarginen har økt fra 2021, noe som viser at forholdet

mellom inntekter og kostnader har blitt mer gunstig. Dette betyr at selskapet klarer å oppnå høyere fortjeneste til tross for økende kostnader, noe som peker på forbedret lønnsomhet og effektivitet.

Våre funn viser at selskapets fortjeneste og margin er litt svingende. Likevel er det ikke så store utslag og de har alltid positiv fortjeneste. Dermed observerer vi ingen fare for å havne i underskudd. En økning i skattekostnader har ført til at selskapets fortjenestemargin har falt med 6%. Driftsmarginen har økt, mens fortjenestemarginen er på sitt laveste. Dette skyldes den nyinnførte lakseskatten. Dermed vil det være fornuftig å anta at marginen ikke vil synke lavere dersom ingen nye makroøkonomiske forhold påvirker i stor grad.

I MNOK	2019	2020	2021	2022 forl.	2023
Salgsinntekter	12202	12856	14971	20070	28000
Andre driftsinntekter	35	55	71	88	219
<b>Totale inntekter</b>	<b>12237</b>	<b>12912</b>	<b>15043</b>	<b>20158</b>	<b>28219</b>
<b>% endring fra året før</b>		<b>5,52 %</b>	<b>16,50 %</b>	<b>34,00 %</b>	<b>39,99 %</b>

Tabell 4: Historisk utvikling i inntekter (Tall hentet fra års- og kvartalsrapportene til SalMar)

Tabellen ovenfor viser den historiske utviklingen i inntektene til SalMar. Her kan man observere en økning i totale inntekter, som inkluderer både salgsinntekter og andre driftsinntekter. Andre driftsinntekter er en svært liten del av inntektene, og derfor kombineres disse i de videre analysene. Den prosentvise økningen har blitt større for hvert år, noe som indikerer en god vekst og utvikling. De økte inntektene kommer fra en kombinasjon av økt laksepris og et større slaktevolum. Den gjennomsnittlige endringen de siste 5 årene er på 23,9%, men de to siste årene skiller seg veldig ut. Dette skyldes en stor vekst i konsumpriser og økt etterspørsel i kjølvannet av pandemien. Økningen i inntekter kombinert med økt driftsmargin reflekterer at selskapet har god evne til å tilpasse seg markedsendringer, noe som gir et sterkt fundament for videre vekst.

I MKNOK	2019	2020	2021	2022	2023
Varekostnad	5770	5870	7327	9316	12157
Andel av inntekter	47,15 %	45,46 %	48,71 %	46,21 %	43,08 %
Lønnskostnader	1202	1319	1539	1893	2454
Andel av inntekter	9,82 %	10,22 %	10,23 %	9,39 %	8,70 %
Andre driftskostnader	1479	1902	2442	3446	4067
Andel av inntekter	12,09 %	14,73 %	16,23 %	17,09 %	14,41 %
<b>Driftskostnader før avskrivninger</b>	<b>8451</b>	<b>9091</b>	<b>11308</b>	<b>14655</b>	<b>18678</b>
<b>Andel av inntekter</b>	<b>69,06 %</b>	<b>70,41 %</b>	<b>75,17 %</b>	<b>72,70 %</b>	<b>66,19 %</b>
Avskrivninger/nedskrivning	718	811	807	1038	1452
Andel av inntekter	5,87 %	6,28 %	5,36 %	5,15 %	5,15 %
<b>Driftskostnader</b>	<b>9169</b>	<b>9904</b>	<b>12116</b>	<b>15693</b>	<b>20130</b>
<b>Andel av inntekter</b>	<b>74,93 %</b>	<b>76,70 %</b>	<b>80,54 %</b>	<b>77,85 %</b>	<b>71,33 %</b>

Tabell 5: Historisk utvikling av driftskostnader (Tall hentet fra års- og kvartalsrapportene til SalMar).

De totale kostnadene har økt konstant de siste fem årene, men andelen driftskostnader av inntekter har blitt redusert. Dette indikerer at inntektene har steget mer enn kostnadene. Lønnskostnadene og avskrivninger har ligget jevnt på rundt 10% og 6% av inntektene. Størstedelen av SalMars kostnader kommer fra varekostnader. Andelen varekostnad har derimot variert, noe som kan skyldes makroøkonomiske forhold. Selskapets kostnader, sett i forhold til driftsinntekter, utgjør i gjennomsnitt 76%. Dette bidrar til å gi selskapet gode marginer.

## 6.2.2. Balanseregnskapet

I MNOK	2023 forl.	2022	2021	2020	2019
<b>Eiendeler</b>					
Immaterielle eiendeler	18685	18291	8530	6826	4741
Varige driftsmidler	12371	11131	7133	5554	4369
Bruksretteiendel	1798	1387	876	848	569
Finansielle anleggsmidler	2679	2746	1300	850	814
<b>Sum anleggsmidler</b>	<b>35533</b>	<b>33555</b>	<b>17841</b>	<b>14080</b>	<b>10495</b>
Varelager	14494	12685	7928	6669	6189
Kundefordringer	1457	1414	934	589	739
Andre kortsiktige fordringer	1061	663	479	435	330
Bankinnskudd og kontanter	785	2713	901	223	230
<b>Sum omløpsmidler</b>	<b>17798</b>	<b>17474</b>	<b>10244</b>	<b>7918</b>	<b>7490</b>
<i>Eiendeler holdt for salg</i>	-	11472	-	-	-
<b>SUM EIENDELER</b>	<b>53331</b>	<b>62501</b>	<b>28085</b>	<b>21998</b>	<b>17986</b>
<b>Egenkapital og Gjeld</b>					
Innskutt egenkapital	12605	12559	3426	691	645
Opptjent egenkapital	7296	6797	9803	9851	8362
Ikke-kontrollerende eierinteresser	3178	4799	2252	1135	732
<b>Sum egenkapital</b>	<b>23079</b>	<b>24155</b>	<b>15483</b>	<b>10986</b>	<b>9740</b>
Langsiktig gjeld	20458	21448	7915	6274	4997
Kortsiktig gjeld	9794	11286	4686	4736	3247
<b>Sum gjeld</b>	<b>30252</b>	<b>32734</b>	<b>12601</b>	<b>11011</b>	<b>8245</b>
<i>Total gjeld holdt for salg</i>	-	5612	-	-	-
<b>SUM EGENKAPITAL OG GJELD</b>	<b>53331</b>	<b>62501</b>	<b>28085</b>	<b>21998</b>	<b>17986</b>

Tabell 6: SalMars balanseregnskap (Tall hentet fra års- og kvartalsrapportene til SalMar)

Balansen gir et bilde av selskapets eiendeler, gjeld og egenkapital. Balanseregnskapet bidrar til å gi en helhetlig forståelse av selskapets økonomiske stilling, kapitalstruktur og evne til å generere verdi. Kapitalstrukturen gir et innblikk i selskapets avhengighet av ekstern finansiering, risikonivå og finansielle stabilitet. Derfor er det en viktig faktor som hjelper investorer med å ta gode, informerte beslutninger (Hoff & Pedersen, 2019 s. 17).

På bakgrunn av den dypere forståelsen balanseregnskapet gir, velger vi å fremheve det i analysen vår. Vi observerer en stigende trend i balanseregnskapet, noe som samsvarer med den kontinuerlige veksten til SalMar. I 2022 var det en spesielt høy balanse, noe som skyldes den ekstraordinære posten for “gjeld og eiendeler holdt for salg”. Balansen har doblet seg fra 2021 til 2022, noe som indikerer at de har økte anleggsmidler. Dette er sannsynligvis i form av investeringer og potensielle utvidelser. Den drastiske økningen i gjeld samme året forteller at disse investeringene antagelig er finansiert av langsiktig gjeld.

## 6.3 Analyse

### 6.3.1 Likviditetsanalyse

Likviditetsanalyser analyserer selskapets evne til å møte sine kortsiktige betalingsforpliktelser. Omløpsmidlene til et selskap er de midlene som kan omgjøres til betalingsmidler på kort sikt. Når vi vurderer selskapets likviditet ser vi på omløpsmidlene i forhold til kortsiktig gjeld (Hoff & Pedersen, 2019, s. 235). Ved høy likviditet evner selskapet å møte sine kortsiktige forpliktelser, uten å selge mindre likvide eiendeler eller ta opp nye lån. Har en bedrift høy likviditet vil risikoen til investorer generelt være lavere enn om bedriftens likviditet er lav.

En likviditetsanalyse er relevant å ha med i en verdsettelse da det gir innsikt i selskapets evne til å møte kortsiktige forpliktelser. Dette gir grunnlag for å vurdere selskapets risiko og fremtidige inntjeningsmodeller. Investorer kan kreve en høyere risikopremie som kompensasjon for økt risiko ved lav likviditet. En likviditetsanalyse vil være med å legge grunnlaget for ulike prognoser i en verdsettelsesoppgave. Likviditeten vil også være med å gi indikasjoner på selskapets fremtidige investeringsmuligheter. Dersom selskapet har høy

likviditet, vil de ha muligheten til å utvide virksomheten. På denne måten kan den også gi et innblikk i mulig avkastning for investorer.

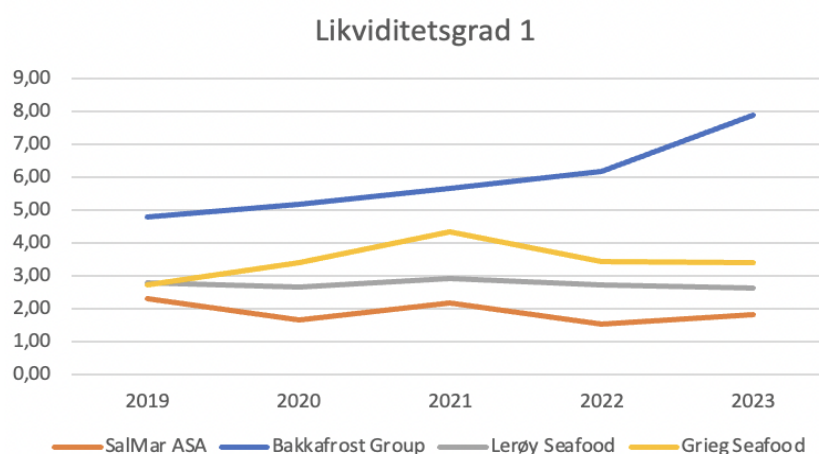
### 6.3.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 gir en god indikasjon på selskapets betalingsmuligheter. Denne viser evnen til å møte sin kortsiktige gjeld ved bruk av kun likvide omløpsmidler. For å beregne likviditetsgrad 1 beregner man forholdet mellom omløpsmidler og ubenyttet kassekreditt og den kortsiktige gjelden (Hoff & Pedersen, 2019, s. 238)

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

Formel 15: Likviditetsgrad 1

Ideelt sett bør likviditetsgrad 1 være høyere enn 2. Dette viser at selskapet har dobbelt så mye likvide midler som kortsiktig gjeld. Da er halvparten av omløpsmidlene finansiert av langsiktig kapital. En likviditetsgrad 1 som er lavere enn 1 indikerer at selskapet vil få problemer med å møte kortsiktige forpliktelser. Da kan de tvinges til å ta opp nye lån eller å måtte selge ikke-likvide eiendeler.



Figur 9: Likviditetsgrad 1 (Tall hentet fra års- og kvartalsrapportene til selskapene)

Grafen viser at SalMars likviditet er lavere enn de sammenlignbare selskapene. SalMars likviditet ligger og vipper rundt det tilfredsstillende kravet på 2. Dette viser at de har gode forutsetninger for å møte sine forpliktelser på kort sikt, noe som reduserer risikoen for investorer. Bransjens likviditet er generelt på et tilfredsstillende nivå. Bakkafrost markerer

seg med en veldig høy likviditetsgrad 1, noe som skyldes at de er finansiert med store deler av langsiktig gjeld.

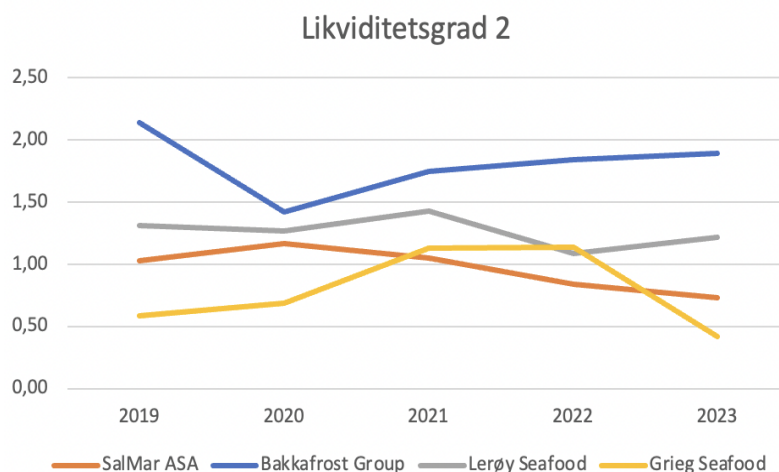
### 6.3.1.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 har et strengere krav, og det tilfredsstillende nivået bør være over 1. Det vil si at de har mulighet til å dekke sin kortsiktige gjeld med de mest likvide omløpsmidlene. Dette inkluderer kundefordringer og kontanter/betalingsmidler som kan gjøres om til likvider i løpet av 0-3 måneder (Hoff & Pedersen, 2019, s. 238). Dersom likviditetsgrad 2 er lavere enn 1, medfører dette risiko for at selskapet ikke klarer å betale sine kortsiktige forpliktelser. Dermed vil de være avhengige av varesalg for å dekke sine kortsiktige forpliktelser.

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Omløpsmidler} - \text{Varelager}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Formel 16: Likviditetsgrad 2

I figuren nedenfor ser vi hvordan likviditetsgrad 2 er for SalMar og de sammenlignbare selskapene. SalMars likviditet ligger historisk mellom 0.5 og litt over 1. Dette indikerer at deres betalingsevne ved bruk av de mest likvide omløpsmidlene er varierende. Dette gjør de avhengig av å omsette varelagrene sine. I oppdrettsbransjen kan ikke varelagrene omsettes før laksen er slakteklar, noe som gjør varelagrene mindre likvide enn i andre bransjer. I forhold til markedet ligger SalMar under bransjesnittet.

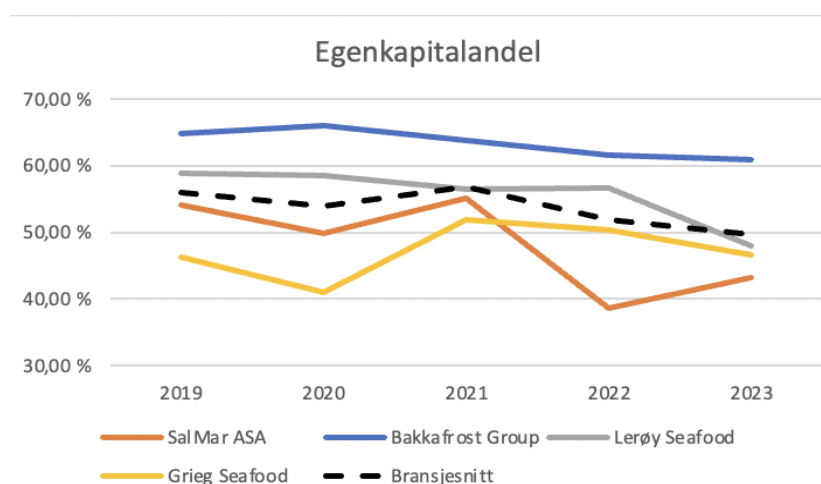


Figur 10: Likviditetsgrad 2 (Tall hentet fra års- og kvartalsrapportene til selskapene)



### 6.3.2 Soliditetsanalyse

I en soliditetsanalyse ser man på finansieringsstrukturen til bedriften. Det vil si sammensetningen av selskapets gjeld og egenkapital. For å identifisere selskapets soliditet vil vi se på selskapets egenkapitalandel. Den måler hvor stor andel av selskapet som finansieres med egenkapital. Dermed viser den også hvor mye eiendeler som kan gå tapt før långivere berøres (Hoff & Pedersen, 2019, s. 276).



Figur 11: Egenkapitalandel (Tall hentet fra års- og kvartalsrapportene til selskapene)

Egenkapitalandelen til SalMar ligger litt under bransjegjennomsnittet. Generelt har bransjen en relativt høy egenkapitalandel som ligger over 50%. Dette indikerer at oppdrettsbransjen har minimert gjelden som brukes for å finansiere eiendelene, noe som reflekterer en egenkapitalintensiv bransje. Dette gir større muligheter til å utvide virksomheten og foreta nye investeringer uten å være avhengig av ekstern finansiering. SalMars egenkapitalandel lå stabilt over 50% i flere år. I 2021 tok de opp mye gjeld for å finansiere deres nyeste prosjekter. Dette reflekteres i reduksjonen i egenkapitalandel i 2022.

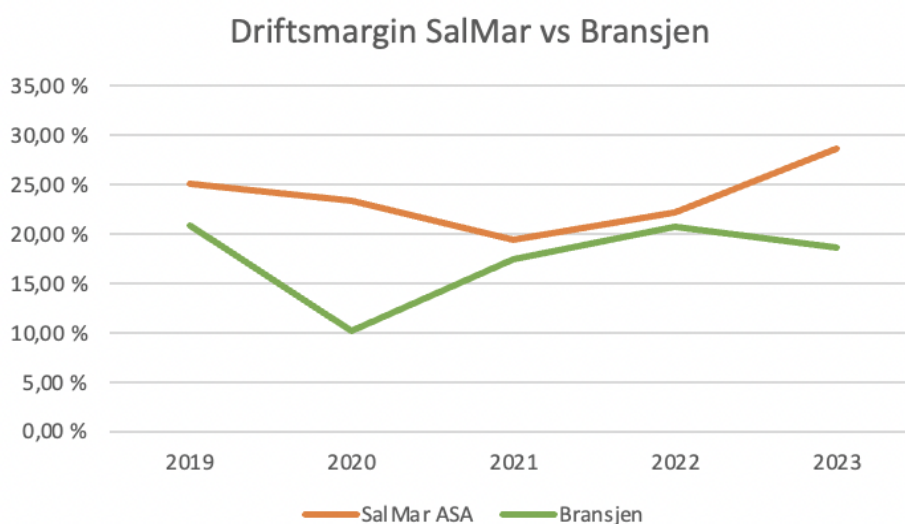
### 6.3.3 Lønnsomhetsanalyse

En lønnsomhetsanalyse har som hensikt å vurdere hvilken grad et selskap oppnår lønnsomhet fra sin operasjonelle virksomhet. For at et selskap skal drive lønnsomt er de nødt til å drive med overskudd (Hoff & Pedersen, 2019, s.190). Ved å analysere utviklingen i lønnsomhet, vil vi kunne identifisere eventuelle trender.

### 6.3.3.1 Driftsmargin

Driftsmarginen gir indikasjoner på selskapets prissensitivitet og driftseffektivitet. Analyser kan gi gode grunnlag for å vurdere fremtidig potensial. Den uttrykkes som driftsresultat i prosent av driftsinntektene. Dette viser resultatene fra driften, uavhengig av selskapets finansiering.

En høy driftsmargin indikerer at selskapet klarer å oppnå et betydelig overskudd fra driftsaktivitetene sine (Visma Økonomioversikt, u.å.). Ved en høy driftsmargin påvirker ikke endringene i salgsprisen selskapets inntjeningsevne i stor grad. Dette skyldes at selskapet er effektive i sin ressursutnyttelse. De genererer mye overskudd per krone investert. Dersom selskapet er kostnadseffektivt, vil dette reflekteres i en høy driftsmargin. Dette kan bidra til å skape et konkurransefortrinn i markedet.



Figur 12: Driftsmargin SalMar vs Bransjen (Tall hentet fra års- og kvartalsrapportene til selskapene)

SalMar har en meget tilfredsstillende driftsmargin. Den økende trenden i driftsmarginen viser at de klarer å holde kostnadene nede til tross for økte salgsinntekter. De evner å opprettholde veksten og generere mer inntekt per krone investert. SalMars driftsmargin er høyere enn bransjesnittet, noe som kan vise at de driver mer lønnsomt enn konkurrentene. Det er likevel viktig å poengtere at hele bransjen driver med relativt gode marginer. Fallet i bransjesnittet i 2020 skyldes økte kostnader og redusert etterspørsel i starten av Covid19 utbruddet.

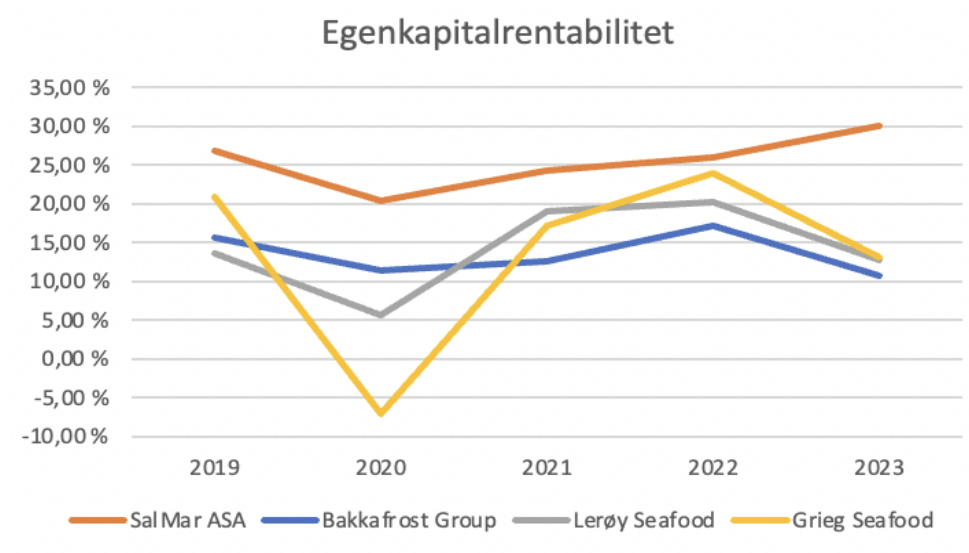
### 6.3.3.2 Egenkapitalrentabilitet før skatt

Egenkapitalrentabiliteten til et selskap beregnes for å evaluere hvor effektivt avkastning genereres på egenkapitalen til selskapet. For å beregne egenkapitalrentabilitet finner man forholdet prosentvis mellom resultat før skatt og gjennomsnittlig egenkapital (Hoff & Pedersen, 2019, s. 217). Grunnet den nye lakseskatten benytter vi oss av resultat før skatt, da det vil gjøre den vertikale analysen mer realistisk.

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Resultat før skatt}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}} \cdot 100\%$$

Formel 17: Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten gir innsikt i hvor effektivt et selskap genererer overskudd ved utnyttelse av egne midler. For at investorer skal få avkastning på egenkapitalen er selskapet nødt til å drive med overskudd. Selskap med en høy egenkapitalrentabilitet er attraktive for investorer. De kan anses som sunne økonomiske investeringer, og potensialet for avkastning er stort. Ved lav egenkapitalrentabilitet signaliserer det dårlig lønnsomhet.



Figur 13: Egenkapitalrentabilitet (Tall hentet fra års- og kvartalsrapportene til selskapene)

Figuren ovenfor viser at SalMar har en gjennomsnittlig egenkapitalandel som ligger rundt 25%. Dette er en høyere egenkapitalandel enn de sammenlignbare selskapene.

Hovedregelen for lønnsomhet er at egenkapitalrentabiliteten skal være større enn

total kapitalrentabiliteten. De siste årene oppfyller SalMar dette kravet, med en gjennomsnittlig total kapitalrentabilitet på omkring 15%. Når egenkapitalandelen for SalMar er høyere enn for konkurrentene, indikerer dette at SalMar er mer attraktivt å investere i. Egenkapitalrentabiliteten er et sentralt element i en verdsettelsesoppgave, da det bidrar til å forme avkastningskravet.

## 6.4 Oppsummering

Gjennom regnskapsanalysen identifiserer vi mange positive trekk. Deres ulempe mot resten av markedet er den lavere likviditeten. Likevel utspiller det seg ikke en fare for at de ikke klarer å møte sine kortsiktige forpliktelser. For å styrke likviditeten kan det være hensiktsmessig å ha flere mer likvide midler tilgjengelig. Ved ytterligere reduksjon av likviditeten kan dette sende signaler om en økt risiko ved investering i selskapet, noe som ikke vil være hensiktsmessig.

En av deres hovedstyrker er god lønnsomhet, da de har svært gode marginer og egenkapitalrentabilitet. Dette vil gi dem et fortrinn i bransjen da den forventede avkastningen er større enn hos konkurrentene. Vi identifiserte en trend hos SalMar med en vekst i egenkapitalrentabiliteten. Det er viktig å merke seg at dette er beregnet med utgangspunkt i resultatet før skatt, noe som indikerer at det ville vært et lavere resultat ved inkludering av den økte skatten.

Samlet sett gir regnskapsanalysene en indikasjon på at SalMar ligger godt finansielt posisjonert i markedet. For å styrke sin økonomiske posisjon vil det være hensiktsmessig å vurdere tiltak for å øke likviditeten, slik at de blir mer konkurransedyktige i forhold til konkurrentene. Den gode soliditeten er også med å skape trygghet i bransjen, ettersom bransjen minimerer mengden eiendeler finansiert av gjeld.

## 7. Fremtidsprognoser

Sentralt i en fundamental verdsettelse er en fremtidsprognose, som benyttes for å beregne de fremtidige kontantstrømmene. I denne delen anvender vi resultatene fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen for å ta forutsetninger for den fremtidige utviklingen. Dette vil styrke vår evne til å få en mer presis prognose. Avslutningsvis vil vi beregne kontantstrømmen til totalkapitalen, som danner grunnlag for den videre verdsettelsen av SalMar. Utgangspunktet for estimeringen av fremtidige kontantstrømmer er SalMars års- og kvartalsrapporter. Fremtidsprognosene vil gi en anelse om selskapets vekstpotensial, risikofaktorer og lønnsomhet. Vi vil benytte en tidshorisont på 5 år i våre fremtidsberegninger.

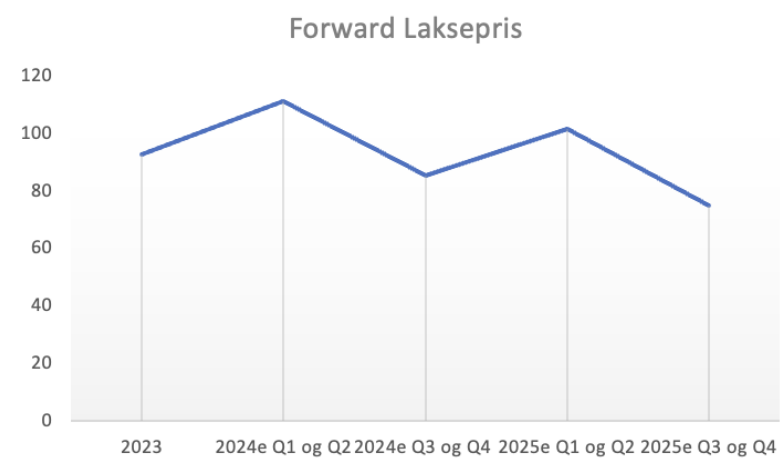
### 7.1 Inntekter

Hovedandelen av inntektene til SalMar kommer fra laks. Den integrerte verdikjeden fører likevel til at det oppstår verdiskapning fra andre deler av verdikjeden. For å skille de ulike inntektskildene fra hverandre velger vi å bryte ned inntektene til tre hoveddeler; laksepris, slaktevolum og VAP. Lakseprisen reflekterer markedsprisen på laks, noe som påvirker både etterspørsel og tilbud. VAP står for verdi tillagt produkt, og representerer verdien som skapes utenom det som direkte kategoriseres som slaktevolum og laksepris (Hayes, 2023). Dette kan identifiseres som en tilleggspremie som stammer fra andre steder i verdikjeden enn hovedproduksjonen. Utenom disse tre faktorene kan også SalMar få inntekter fra verdijusteringer og renteinntekter, men disse sees bort fra i analysen da de varierer mye fra år til år.

#### 7.1.1 Laksepris

Frem til 2020 holdt lakseprisene seg stabile rundt 60 kr per kg. Slik vi kan se i figur 5 i kapittel 3.3, sank lakseprisen under pandemien. Etter pandemien skjøt lakseprisen fart mens den nå har stabilisert seg i større grad. SalMar bruker fish pool som kilde for å estimere forward laksepris, da det er aktøren som tilbyr terminkontrakter for å dekke valutakursrisikoen. Med utgangspunkt i de gjennomsnittlige prognosene SalMar gjør for

2024 og 2025, antar de en trend med ca 2% nedgang i laksepris per år (SalMar, 2024.-a, s. 19). Første halvår er lakseprisen jevnt over høyere enn for andre halvår.



Figur 14: Forventede forward laksepriser (SalMar, 2024.-a, s.19)

Oppdrettsselskapene tjener på den svake norske kronen, da den høye eksporten fører til flere norske kroner per solgte kg. Den norske kronen har vært svært lav i perioden mellom 2019 og 2023, noe som har bidratt til økt laksepris (Statistisk sentralbyrå, 2024). Analysen av de makroøkonomiske forholdene viste at sentralbanken har justert styringsrenten. Dette bidrar til en potensielt økt valutakurs. Alternative analyser viser derimot at den norske kronen har svekket seg de siste ti årene og vil fortsette i denne retningen (Resvoll & Biehl, 2024).

I den strategiske analysen ble det avdekket at sosiale og miljømessige forhold fører til økt etterspørsel for oppdrettsselskapene. Dette skyldes den økende befolkningsveksten, etterspørselen etter sunn mat og inflasjon på proteinholdige produkter. Det økte fokuset på bærekraft er også med å øke etterspørselen etter laks. I dag er etterspørselen mye høyere enn tilbudet, noe som øker lakseprisen.

Med utgangspunkt i det overnevnte estimerer vi at lakseprisen de neste to årene vil følge SalMars egne prognoser om en negativ vekst. Likevel antar vi at nedgangen ikke vil bli like bratt som prognosene deres tilsier. Estimatenes våre baseres på tallene fra SalMars årsrapporter, kombinert med trendutviklingen vi ser i markedet. Til tross for dette estimerer vi at lakseprisene vil øke igjen på sikt. Det gir oss følgende estimerte laksepris og prosentvise endring:

År	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Kr per kg	90,9	90,5	91,9	93,7	95,6
%-vis endring	-1,00 %	-0,50 %	1,50 %	2,00 %	2,00 %

Tabell 7: Estimert laksepris 2024-2028

### 7.1.2. Produksjonsvolum

En av hovedkomponentene for å kunne vurdere selskapets inntjening, er ved å se på slaktevolum. Økt slaktevolum er viktig for å ha vekst. For å kunne estimere fremtidig slaktevolum vil vi ta hensyn til historiske produksjonsvolum, resultater fra den strategiske analysen og SalMars egne vekstutsikter. De siste 5 årene har SalMar hatt en gjennomsnittlig vekst i slaktevolum på 12,46%.

I tonn	2019	2020	2021	2022	2023
Slaktevolum	159650	167500	190100	193700	254100
Vekst	6,10 %	4,90 %	13,50 %	6,60 %	31,18 %
<b>Gjennomsnittlig vekst</b>	<b>12,46 %</b>				

Tabell 8: Historisk produksjonsvolum

Til tross for biologiske utfordringer har de oppnådd vekst gjennom nye konsesjoner og teknologisk utvikling. Selskapet har nevnt i sin årsrapport at deres forventede slaktevolum i 2024 reduseres med 20 000 fra året før. Dette skyldes at selskapet valgte å felle et betydelig volum og slakte fisk tidligere enn planlagt, noe som gir en nedgang i slaktevolumet i 2024 (SalMar, 2024.-a, s. 2).

Den gjennomsnittlige veksten i tilbud for oppdrettsselskapene er predikert til å ligge på rundt 4% (Mowi, 2022, s.27). Likevel kan vi observere i de tidligere analysene at SalMar skiller seg positivt ut fra konkurrentene i effektivisering og innovasjon. Den stadige utviklingen i teknologien og satsingen på mer land- og havbasert oppdrett, fører til at det produseres mer i markedet. De nye havmerdene SalMar satser på vil redusere mengden lakselus og rømning, noe som vil bidra til økte inntekter for selskapet. Tilbudt kvantum vil øke i årene fremover som følge av nye produksjonsteknologier. Dette gjør at våre prognoser ligger over det predikerte gjennomsnittet.

De nye havbaserte anleggene som SalMar utvikler skulle vært operative i 2024, men ble satt på vent grunnet usikkerhet rundt politiske reguleringer. Likevel antar vi at disse snart vil bli operative og kunne bidra til økt slaktevolum. Vi estimerer år 2024 ut ifra SalMars egne prognoser, og årene etter, med utgangspunkt i den gjennomsnittlige historiske veksten. Veksten i 2025 avviker fra resten da vi tar utgangspunkt i en økning fra år 2023. Vi antar likevel at de biologiske utfordringene fører til at veksten vil være avtagende på sikt. Dette skyldes også de politiske retningslinjene som gjør det mer utfordrende å ekspandere driften.

I tonn	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Slaktevolum	237000	284400	315684	347252	378505
Vekst	-6,73 %	20,00 %	12,00 %	11,00 %	10,00 %

Tabell 9: Estimert produksjonsvolum 2024-2028

### 7.1.3 Value added product

VAP beregnes ved å se på forskjellen mellom SalMars spotprisen på laks og inntekt fordelt på slaktevolum. Å estimere fremtidig VAP er nødvendig for å kunne estimere fremtidige driftsinntekter. Dette er verdien som tillegges produktet før det selges. At det er en nedadgående trend kan sees i sammenheng med den økende lakseprisen. Det gjør at selskapet ikke kan legge til like mye verdi, uten at det vil påvirke etterspørselen.

	2019	2020	2021	2022	2023
Inntekt fra laks	9443	9293	11073	16852	23458
Driftsinntekter (mNOK)	12237	12912	15043	20158	28219
VAP (mNOK)	2794	3619	3970	3306	4761
VAP i %	23 %	28 %	26 %	16 %	17 %
Gjennomsnittlig VAP i %	22 %				

Tabell 10: Historisk VAP

Vi velger i estimeringen av fremtidig VAP å ta utgangspunkt i gjennomsnittlig VAP de siste 5 årene. Vi observerer en nedadgående trend i VAP. Til tross for dette tror vi selskapet vil holde en relativt stor del VAP. Dette på bakgrunn av de nye anleggene som skal settes ut og deres fordelaktige markedsposisjon. Ved å se den historiske



gjennomsnittlige VAP og trenden i sammenheng, velger vi å anvende en VAP på 20% i vår fremtidige estimering av driftsinntekter.

#### 7.1.4 Oppsummering driftsinntekter

Ved bruk av estimeringene av laksepris, slaktevolum og VAP kan vi estimere fremtidige driftsinntekter. Den markante økningen i slaktevolum gjør at driftsinntektene øker til tross for varierende laksepris. Tabellen under viser en sammenstilling av momentene til beregningen av driftsinntekter og de fremtidige driftsinntektene.

År	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Laksepris (kr per kg)	91,4	90,5	91,9	93,7	95,6
Slaktevolum (tonn)	237000	284400	318529	353566	388923
Inntekter fra laks (mNOK)	21662	25738	29273	33129	37181
VAP (mNOK)	4332	5148	5855	6626	7436
VAP i %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %
<b>Driftsinntekter</b>	<b>25994</b>	<b>30886</b>	<b>35127</b>	<b>39755</b>	<b>44617</b>

Tabell 11: Estimerte driftsinntekter 2024-2028

## 7.2 Driftskostnader

Driftskostnadene er kostnader som direkte knyttes til driften til SalMar og inkluderer varekostnader, lønnskostnader og andre driftskostnader. Varekostnader er den største kostnadsdriveren. Det er naturlig å anta at kostnadene vil øke proporsjonalt med produksjonsvolumet, da økt aktivitet også krever flere ressurser. Ved å sammenligne driftskostnader og driftsinntekter gir det oss et nyansert bilde av hvordan kostnadsstrukturen påvirkes av virksomhetens effektivitet. Den tette sammenhengen mellom driftsinntekter og driftskostnader gjør at vi i dette kapitlet ser på driftskostnadene i % av driftsinntektene. I regnskapsanalysene så vi at marginene økte til tross for økte kostnader. Dette viser at forholdet mellom driftsinntekter og driftskostnader ble større. Alle beregningene i denne delen tar utgangspunkt i tabell 5 (historiske driftskostnader).

## 7.2.1 Varekostnader

Varekostnader er den desidert største kostnadsposten for et oppdrettsselskap. For SalMar kommer den største kostnaden fra fôr. Varekostnaden går hånd i hånd med salgsinntekter, og begge har hatt en jevn økning de siste årene. I den strategiske analysen observerte vi at uroligheter i verden også påvirker oppdrettsselskapene. SalMar ble sterkt påvirket av økte priser ved utbruddet av krigen mellom Russland og Ukraina.

Varekostnaden har vært en jevn andel av driftsinntektene, på rundt 46%. Som avdekket i VRIO har de på sikt mulighet til å integrere verdikjeden helt, noe som vil redusere varekostnadene. Siden vår tidshorisont kun er på 5 år, vil antagelig ikke dette gi utslag på resultatet vårt. Den nyinnførte lakseskatten fører til at driftsresultatet er mye høyere enn resultatet etter skatt. På bakgrunn av dette vil selskapet måtte skape mer inntekt, uten å øke kostnadene. Dette reflekteres i en reduksjon i % andel av driftsinntekter i 2023. Vi tror denne trenden vil fortsette, og i tråd med en på sikt økende laksepris vil andelen av driftsinntekter minke. Dette skyldes at vareinntektene øker raskere enn varekostnaden.

I mNOK	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Varekostnad	10917	12663	14051	15504	16954
% av driftsinntektene	42 %	41 %	40 %	39 %	38 %

Tabell 12: Estimerte fremtidige varekostnader 2024-2028

## 7.2.2. Lønnskostnader

Lønnskostnadene har historisk hatt en jevn økning. Dette går i takt med utvidelsen og veksten i selskapet. Økt produksjon vil også øke lønnskostnadene da man er avhengig av mer arbeidskraft. Likevel øker lønnskostnadene i takt med driftsinntektene og ligger ganske stabilt rundt 10% av driftsinntektene. Grunnet konstant vekst i selskapet vil lønnskostnadene fortsette å øke. Vi kan derimot observere fra tabell 5 at lønnskostnadene har begynt å avta, med en prosentandel på 8,7% i 2023. Derfor er det rimelig å anta at på lengre sikt vil lønnskostnadene i % av driftsinntektene avta noe, som følge av ny teknologi og automatisering av prosesser.

I mNOK	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Lønnskostnader	2080	2394	2635	2882	3123
% av driftsinntektene	8,0 %	7,75 %	7,5 %	7,25 %	7,0 %

Tabell 13: Estimerte fremtidige lønnskostnader 2024-2028

### 7.2.3 Andre driftskostnader

Andre driftskostnader inkluderer frakt- og transportkostnader, leiekostnader og diverse vedlikeholdskostnader. Dette utgjør historisk en jevn andel av driftsinntektene på rundt 15%. Driftskostnadene hadde en liten økning i 2021 og 2022, noe som samsvarer med økte energikostnader som følge av krigen i Ukraina. Det er ingenting som indikerer at driftsinntektene skal utgjøre en større andel i fremtiden, og derfor bruker vi gjennomsnittet av de historiske verdiene som utgangspunkt. Vi estimerer dermed at fremtidige andre driftskostnader vil være 15% av driftsinntektene.

I mNOK	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Andre driftskostnader	3769	4478	5093	5764	6469
% av driftsinntektene	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %

Tabell 14: Estimerte fremtidige andre driftskostnader 2024-2028

### 7.2.4 Oppsummering driftskostnader

På bakgrunn av estimeringene av fremtidige varekostnader, lønnskostnader og andre driftskostnader har vi laget en sammenstilling som viser de totale driftskostnadene. Tabellen viser en jevn økning i de totale driftskostnadene. Historisk har driftskostnadene økt proporsjonalt med driftsinntekter. Til tross for dette antar vi ut ifra funn i den strategiske analysen og regnskapsanalysen at det på sikt vil utgjøre en mindre andel. Dette skyldes hovedsakelig endringer i lakseprisen, slaktevolum, teknologi og innovasjon.

	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Varekostnader	10917	12663	14051	15504	16954
Lønnskostnader	2080	2394	2635	2882	3123
Andre driftskostnader	3769	4478	5093	5764	6469
<b>Driftskostnader før avsk.</b>	<b>16766</b>	<b>19535</b>	<b>21779</b>	<b>24151</b>	<b>26547</b>

Tabell 15: Estimerte fremtidige driftskostnader

Tabellen under viser en sammenstilling av driftskostnader og driftsinntekter. Dette viser EBITDA, som er driftsresultatet før av- og nedskrivninger, renter og skatt. Dette gir en indikasjon på hvor effektivt de utnytter ressursene sine, og hvor mye de tjener fra driftsrelaterte prosesser.

	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Driftsinntekter	25994	30886	35127	39755	44617
Driftskostnader før avsk.	16766	19535	21779	24151	26547
<b>EBITDA</b>	<b>9228</b>	<b>11351</b>	<b>13348</b>	<b>15604</b>	<b>18070</b>

Tabell 16: Estimerte framtidige driftsresultat før av- og nedskrivning, rente og skatt

### 7.3 Produksjonsavgift

Staten pålegger alle norske oppdrettsselskap å betale en produksjonsavgift på 93,5 øre per kg. Dette er en økning fra 40,5 øre i 2022 og 90 øre i 2023. Avgiften er gjeldende for produsert fisk, noe som vil si at man først er avgiftspliktig når fisken er sløyd. På bakgrunn av den nye satsen øker produksjonsavgiften. Vi kan observere at produksjonsavgiften utgjør en jevn andel av driftsinntektene. Tabellen nedenfor viser den estimerte produksjonsavgiften de neste årene.

l mNOK	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Slaktevolum (tonn)	237000	284400	318529	353566	388923
Produksjonsavgift	222	266	298	331	364
% av driftsinntektene	0,9 %	0,9 %	0,9 %	0,9 %	0,9 %

Tabell 17: Estimert fremtidig produksjonsavgift

### 7.4 Avskrivninger

Når selskapet investerer i varige driftsmidler og immaterielle eiendeler, føres de som en kostnad på investeringstidspunktet. Disse har imidlertid begrenset økonomisk levetid og derfor føres de som avskrivninger etter hvert som verdien minker. Historisk utgjør disse jevnt over 5,5% av inntektene til SalMar. SalMar har en betraktelig økning i investeringer i

2022 og 2023, noe som vil øke avskrivningene i årene som kommer. Vi tror likevel at avskrivningene vil vokse proporsjonalt med driftsinntektene.

I mNOK	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Avskrivninger	1430	1699	1932	2188	2454
% av driftsinntekter	5,5 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %

Tabell 18: Estimerte fremtidige avskrivninger

## 7.5 Investeringer

Investeringer er en sentral del av en virksomhets strategi for å klare å opprettholde og forbedre sine fysiske eiendeler. Dette inkluderer både oppgraderinger og vedlikehold av eksisterende eiendeler, og anskaffelse av nye eiendeler. Disse investeringene refereres gjerne til som kapitalutgifter (CapEx). SalMars netto investeringer doblet seg fra 2021 til 2022. Dette skyldes store investeringer knyttet til utviklingen av et nytt havbasert oppdrettsanlegg. Innføringen av grunnrenteskatten førte til at SalMar satte alle prosjekter på pause i påvente av et forutsigbart svar fra regjeringen i 2023. Dette gjorde at Capex falt mye dette året.

I mNOK	2019	2020	2021	2022	2023
Eiendom, bygg og utstyr (PP&E)	4940	6403	8010	12518	13544
Endring i PP&E	1348	1463	1607	4508	1026
Avskrivninger	717	781	803	1001	824
<b>Netto investeringer (CapEx)</b>	<b>2065</b>	<b>2244</b>	<b>2410</b>	<b>5509</b>	<b>1850</b>
% av driftsinntekter	17 %	17 %	16 %	27 %	7 %

Tabell 19: Historiske netto investeringer (CapEx)

Anslagsvis var investeringene i 2022 og 2023 unntakstilfeller, som beskrevet ovenfor. SalMar uttalte i sin sist utgitte kvartalsrapport at de forventer å investere 3,3 milliarder kroner i 2024 (SalMar, 2024.-a). Dette utgjør 12% av driftsinntektene, noe som viser at SalMar planlegger å øke investeringene igjen. Den høye egenkapitalandelen til selskapet viser at de er kapable til å investere og vokse uten ekstern finansiering. Samtidig begrenses investeringsmulighetene av den nye grunnrenteskatten. På bakgrunn av færre

investeringsmidler, SalMars ønske om ekspansjon og de økende driftsinntektene setter vi CapEx til 8% av driftsinntektene.

I mNOK	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Netto investeringer (CapEx)	2080	2471	2810	3182	3569
% av driftsinntekter	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %

Tabell 20: Estimerte fremtidige netto investeringer (CapEx)

## 7.6 Arbeidskapital

Arbeidskapital er forskjellen mellom selskapets omløpsmidler og deres kortsiktige gjeld, og er en viktig del av en verdsettelsesoppgave (Damodaran, 2012, s. 264). Den gir en indikasjon på selskapets likviditet og finansielle stabilitet. En positiv arbeidskapital vil gi antydninger om at selskapet har nok likviditet til å møte de kortsiktige forpliktelsene sine. Den viser også selskapets evne til å investere i nye prosjekter uten ekstern finansiering. Regnskapsanalysen avdekket at selskapet har en tilfredsstillende likviditetsgrad og en god egenkapitalandel, noe som bekreftes i den høye arbeidskapitalen. Arbeidskapital gir derfor en indikasjon på risikonivået i selskapet.

I mNOK	2019	2020	2021	2022	2023
Driftsinntekter	12237	12912	15043	20158	28219
Arbeidskapital	4242	3182	5558	6189	8004
% av driftsinntekt	35 %	25 %	37 %	31 %	28 %
Gjennomsnitt	30 %				

Tabell 21: SalMars historiske arbeidskapital

Arbeidskapitalen til SalMar har vært en varierende prosentandel av driftsinntektene. Ettersom det er vanskelig å kunne forutse fremtidige estimater, tar vi utgangspunkt i den historiske andelen av arbeidskapital. Derfor benytter vi en fremtidig arbeidskapital på 30% av driftsinntektene.

I mNOK	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Driftsinntekter	25994	30886	35127	39755	44617
Arbeidskapital	7798	9266	10538	11927	13385
% av driftsinntekt	30 %	30 %	30 %	30 %	30 %
Endring AK	-206	1468	1272	1388	1459

Tabell 22: Estimerte framtidige arbeidskapital

## 7.7 Skatt

Den nyinnførte grunnrenteskatten ble endelig vedtatt i mai 2023. Det ble først varslet at den skulle være på 40%, men da den ble innført var den på 25%. Grunnet en allerede underliggende selskapsskatt på 22% betyr det at selskapet betaler en skatt på 47%. Denne skattesatsen fører til en betydelig reduksjon i overskuddet til selskapet. På denne måten påvirker det selskapets kontantstrøm negativt. Den effektive skattesatsen kan være avvikende fra den nominelle på bakgrunn av ulike regnskapsprinsipp. Vi velger derfor å ekskludere det fra estimatene og tar utgangspunkt i den nominelle skattesatsen på 47%.

## 7.8 Fri kontantstrøm

På bakgrunn av de foregående estimatene kan vi sammenstille faktorene i en fri kontantstrøm til total kapitalen. Grunnen til fallet i 2025 er at selskapet har en reduksjon av inntektene i 2024. Tabellen nedenfor viser SalMars fremtidige kontantstrøm til total kapitalen.

FCFF i mNOK	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Driftsinntekter	25994	30886	35127	39755	44617
Driftskostnader	16766	19535	21779	24151	26547
<b>EBITDA</b>	<b>9228</b>	<b>11351</b>	<b>13348</b>	<b>15604</b>	<b>18070</b>
Avskrivninger (-)	1430	1699	1932	2188	2454
<b>EBIT</b>	<b>7798</b>	<b>9652</b>	<b>11416</b>	<b>13416</b>	<b>15616</b>
Produksjonsavgift	222	266	298	331	364
Skatt (-)	3665	4536	5366	6306	7340
CapEx (-)	2080	2471	2810	3182	3569
Avskrivninger	1430	1699	1932	2188	2454
Endring i AK (-)	-206	1468	1272	1388	1459
<b>Fri kontantstrøm til total kapital</b>	<b>3911</b>	<b>2610</b>	<b>3602</b>	<b>4397</b>	<b>5338</b>

Tabell 23: Fri kontantstrøm til total kapital



## 7.9 Terminalvekst

Som utledet i den teoretiske delen er det tre faktorer man trenger for å beregne terminalverdien. Dette omfatter et avkastningskrav, kontantstrømmene og stabil terminalvekst. I dette delkapittelet skal vi utlede den terminale stabile vekstfaktoren. For å beregne kontantstrømmer ut i evigheten, vil man på et tidspunkt anta at selskapet er i stabil vekst. Damodaran legger det som en grunnregel at selskapets stabile vekst må være lavere enn vekstraten i verdensøkonomien (Damodaran, 2012, s. 307).

Da selskapet ikke kan ha en større vekst enn verdensøkonomien, er det et godt utgangspunkt å bruke den historiske veksten i BNP på verdensbasis. Vi velger å benytte oss av verdensøkonomien ettersom selskapet satser på offshore. Andre land har også forhold som egner seg for fiskeoppdrett, noe som reflekteres i SalMars anlegg både i Skottland og på Island. Dette viser at rivaliseringen mellom aktører gjør at de velger å ekspandere driften også utenfor Norge. Veksten i BNP de siste 30 årene har på verdensbasis vært på 2,95% (World Bank, u.å.).

SalMar har valgt å sette sin terminale vekst på 2,5% i Norge og 2% på Island (SalMar, 2023, s. 131). Funn fra den strategiske analysen viser at selskapet er godt posisjonert i markedet og har god teknologisk utvikling på havbasert oppdrett. Likevel vil de oppleve utfordringer med veksten knyttet til de uforutsigbare reguleringene som pålegges av myndighetene. Den nye grunnrenteskatten gjør at selskapet sitter igjen med betydelig mindre overskudd enn tidligere, noe som fører til at de ikke evner å investere like mye. På bakgrunn av dette velger vi å sette terminalveksten til en stabil vekst på 2%.



## 8. Avkastningskrav

For å kunne estimere den endelige verdien til et selskap, er det nødvendig å beregne et avkastningskrav. Avkastningskrav skal ta hensyn til fremtidig risiko og vil brukes som en diskonteringsfaktor for fremtidige kontantstrømmer. Dette avkastningskravet må reflektere selskapets kapitalstruktur, da selskapet finansieres av både egenkapital og gjeld. Derfor anvendes avkastningskravet til totalkapitalen, som reflekterer selskapets kapitalstruktur og skatt. I beregningen av avkastningskravet vil vi anvende teorien fra teorikapittelet. Tallene som brukes i beregningen er hentet fra selskapets offentlige års- og kvartalsrapporter, Oslo Børs og andre pålitelige databaser.

### 8.1 Avkastning til egenkapitalen

For å kunne beregne WACC trenger vi avkastningskravet til egenkapitalen.

Avkastningskravet til egenkapitalen refereres til som kapitalverdimodellen (CAPM) og består av tre ledd; risikofri rente, beta og markedets risikopremie.

#### 8.1.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten reflekterer renten man får ved å investere uten å påta seg noe risiko. Ved en risikofri rente skal faktisk avkastning være lik den forventede avkastningen. Vanligvis brukes renten på statsobligasjoner som den risikofrie renten, da det ikke burde være knyttet misligholdsrisiko til disse. Utgangspunktet for verdsettelsen vår er en tidshorisont på 5 år. På bakgrunn av dette benytter vi oss av renten på en 5-årig norsk statsobligasjon. Grunnet deres AAA-rating, er det en pålitelig kilde til en risikofri rentesats. Per 04.04.2024 er den norske 5-årig statsobligasjonsrenten på 3,61%, og det er denne vi velger å benytte i de videre beregningene (Norges Bank, u.å.-a).

#### 8.1.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er en premie investorer krever som kompensasjon for økt risiko ved investering. Den representerer forskjellen mellom den faktiske avkastningen i

markedet og den risikofrie renten. Det er flere tilnærminger for å estimere markedets risikopremie. Det vanligste er å benytte seg av historiske data, spørreundersøkelser eller implisitt risikopremie. Hovedfaktorer som gir økt risiko i det norske markedet omfatter inflasjon, energipriser og krig. En undersøkelse gjort blant selskaper som er notert på Oslo Børs viser en uendret risikopremie på 5% (PWC, s. 4, 2023). På bakgrunn av at risikopremien har vært relativt lik de siste årene, velger vi å benytte oss av denne risikopremien i estimeringene våre.

### 8.1.3 Beta

Beta måler risikoen knyttet til en aksje ved å sammenligne svingninger i aksjens kurs med svingningene i markedsindeksen. Dette gir en indikasjon på hvor volatil aksjen er for endringer i markedet. Gjennomsnittet av alle aksjene representeres med en markedsindeks, og markedsindeksen har en beta på 1. Ved lavere beta indikerer det mindre risiko, mens en beta over 1 representerer høy risiko.

Det finnes to hovedmetoder for beregning av beta. Den ene er ved regresjon av den historiske betaen, mens den andre er en “bottom-up” beta. Ved regresjonsbeta sammenlignes selskapets historiske aksjekurs over tid med markedsindeksen. Den andre metoden, bottom-up beta, sammenligner selskapet med andre selskaper i samme bransje. I denne metoden tar man også hensyn til finansieringsstrukturen, da man justerer for gjeldsgrad og skattesatsen til bransjesnittet.

#### 8.1.3.1 Regresjonsbeta

Ved utregningen av regresjonsbeta tar vi utgangspunkt i en 5-årig tidshorisont. Vi skal bruke daglige observasjoner av aksjekurs, da dette gir mulighet til å observere samvariasjonen mellom selskapet og markedsindeksen. Ved bruk av daglige observasjoner i en 5-års periode får vi se hvordan selskapet beveger seg i opp- og nedgangstider. For å identifisere trender som påvirker forholdet mellom SalMar og markedet, er det gunstig å anvende data over lengre historiske tidsperioder.

## SAMMENDRAG (UTDATA)

<i>Regresjonsstatistikk</i>								
Multipel R	0,3823503							
R-kvadrat	0,1461917							
Justert R-kvar	0,1455049							
Standardfeil	0,0212659							
Observasjonε	1245							
<i>Variansanalyse</i>								
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>			
Regresjon	1	0,09625	0,09625	212,83038	1,29E-44			
Residualer	1243	0,5621321	0,0004522					
Totalt	1244	0,6583821						
	<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>
Skjæringspun	0,0001741	0,000603	0,2887899	0,7727904	-0,0010088	0,0013571	-0,0010088	0,0013571
X-variabel 1	<b>0,7615963</b>	0,0522045	14,588707	1,29E-44	0,6591776	0,8640149	0,6591776	0,8640149

Tabell 24: Regresjonsanalyse av SalMar og OSEBX i Excel (Yahoo Finance, u.å.)

Vi har gjennomført en regresjonsanalyse av SalMar opp mot markedsindeksen. Vi har valgt å bruke OSEBX da dette er indeksen for selskapene som er notert på Oslo Børs. Ut ifra regresjonsanalysen kan vi observere at SalMars beta er på 0,76 og at R-kvadrat er på 0,14. Betaen på 0,76 viser at selskapet både har lavere risiko og lavere forventet avkastning enn markedet.

### 8.1.3.2 Fundamental beta

En regresjonsbeta har vanligvis høy standardfeil. For å oppnå et mer presist estimat av beta, velger vi å også gjennomføre en “bottom up” beta. Her bruker vi sammenlignbare selskap for å finne en bransjebeta. Da får man mulighet til å forstå det fundamentale i et selskap. Vi velger her å benytte de samme sammenlignbare selskapene som tidligere. Likevel er det viktig å merke seg at det er sjeldent at selskap har lik finansieringsstruktur. På grunnlag av dette må vi justere for gjeldsfaktoren. Betaen for alle selskapene er estimert ved å analysere daglige observasjoner for alle selskapene i en 5-årig tidshorisont. Utregningene baserer seg på årsrapportene til selskapene.

Selskap	Beta inkl. Gjeld	Gjeldsgrad
SalMar	0,76	1,07
Leroy Seafood	0,88	0,69
Grieg Seafood	1,03	1,04
Bakkafrost	0,78	0,98
<i>Bransjesnitt</i>	<i>0,90</i>	<i>0,90</i>

Skatt	22 %
-------	------

<b>Unlevered Beta</b>	<b>0,53</b>
<b>Levered Beta SalMar</b>	<b>0,97</b>

Tabell 25: Bottom-up beta

Ved videre beregning av beta tar vi utgangspunkt i en beta for SalMar på 0,97. Det er beregningen gjort i estimeringen av bottom-up beta. Dette skyldes at denne utregningen vanligvis har mindre standardfeil. En bottom-up beta tar høyde for skatt og gjeld, noe som gjør den mer relevant.

#### 8.1.4 Oppsummering avkastningskrav til egenkapital / CAPM

$$\text{Avkastningskrav til Egenkapital CAPM} = 3,61\% + 0,97 \cdot 5\% = 0,0846 = 8,46\%$$

Formel 18: Utregning av avkastningskrav til egenkapitalen

Basert på estimeringen gjennomført i del 8.1 kan vi beregne et avkastningskrav til egenkapitalen. SalMars avkastningskrav til egenkapitalen er på 8,46%, og dette er utgangspunktet for beregningen av avkastningskrav til totalkapitalen.

## 8.2 Avkastningskrav til totalkapitalen

Avkastningskravet til totalkapitalen beregnes gjennom en vekting av avkastningskravet til egenkapitalen og gjeldskapitalen. Ved å gjøre dette får man mulighet til å sammenligne forskjellige selskap uavhengig av finansielle strukturer. For å beregne dette benytter vi oss av følgende formel:

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

Formel 19: avkastning til totalkapitalen

Markedsverdien av egenkapitalen til SalMar er per 04.04.2024 på 88 506 millioner NOK. Den bokførte verdien på gjelden er på 30 252 millioner NOK (SalMar, 2024.-a). Vi velger å benytte oss av den bokførte verdien for gjeld fordi det er utfordrende å definere markedsverdien. Skattesatsen som benyttes ved beregning av avkastningskravet er kun selskapsskatten på 22%. Dette er fordi man kun benytter skatt relatert til rentekostnader.

### 8.2.1. Gjeldskostnad

Gjeldskostnaden til et selskap omfatter kostnadene selskapet får ved å ta opp lån for å finansiere prosjekter. Disse kostnadene er primært avhengig av tre faktorer; risikofri rente, misligholdsrisiko og skattefordeler ved gjeldsfinansiering (Damodaran, 2012, s. 211).

Nordic Credit Rating har tatt en evaluering av SalMar. Disse ratingene tar utgangspunkt i en syntetisk rating som vurderer kredittrisikoen til selskapet. I denne vurderingen ble SalMar vurdert til en BBB rating. Dette er en rating som har sunket fra A- i 2022 til BBB i 2023 (Nordic Credit Rating, 2023). Likevel kan man anse denne ratingen som en god vurdering, og SalMar har stabile utsikter. Med utgangspunkt i ratingen får man et påslag på 1,6% for mislighold. Ved å summere påslaget for mislighold med den risikofrie renten kan man estimere gjeldskostnaden før skatt.

$$\text{Gjeldskostnad før skatt} = 1,6\% (\text{BBB}) + 3,61\% = 5,21$$

Formel 20: Utregning av gjeldskostnad før skatt

### 8.2.2 WACC

På bakgrunn av estimatene gjort tidligere i kapittelet har vi alle verdier vi trenger for å beregne et avkastningskrav til totalkapitalen. Da får vi et avkastningskrav på 7,34%.

$$8,46\% \cdot \frac{88\,506 \text{ mill}}{118\,758 \text{ mill}} + 5,21\% \cdot \frac{30\,252 \text{ mill}}{118\,758 \text{ mill}} \cdot (1 - 22\%) = 7,34\%$$

Formel 21: Utregning av avkastningskrav til totalkapitalen

## 9 Verdiberegning

På bakgrunn av estimeringen av selskapets avkastningskrav og fremtidige kontantstrømmer har man grunnlaget for å gjennomføre en fundamental verdsettelse. Målsetningen med den fundamentale verdsettelsen er å finne verdien av SalMars egenkapital. Dette gjør man ved å diskontere de fremtidige kontantstrømmene og beregne en terminalverdi. Med utgangspunkt i dette kan man avdekke om aksjen er under eller overpriset.

Ved å diskontere de fremtidige kontantstrømmene med avkastningskravet kan man finne nåverdien av fremtidige kontantstrømmer. Da får vi en samlet nåverdi av de neste 5 kontantstrømmene på 15 879.

<i>l mNOK</i>	<i>2024e</i>	<i>2025e</i>	<i>2026e</i>	<i>2027e</i>	<i>2028e</i>
Kontantstrøm til total kapital	3911	2610	3602	4397	5338
Avkastningskrav total kapital	7,34 %	7,34 %	7,34 %	7,34 %	7,34 %
<b>Nåverdi av kontantsstrøm</b>	<b>3644</b>	<b>2265</b>	<b>2912</b>	<b>3312</b>	<b>3746</b>

Tabell 26: Nåverdi av kontantstrømmer

For å kunne verdsette selskapet må vi også beregne en terminalverdi. For å beregne terminalverdien anvender vi siste estimerte kontantstrøm, vekstraten fra fremtidsprognosene og avkastningskravet til total kapitalen. Terminalverdien skal i likhet med kontantstrømmene diskonteres tilbake til nåverdi.

$$\text{Terminalverdien} = \frac{5338 \cdot 1,02}{0,0734 - 0,02} = 101\,962$$

Formel 22: Utregning av selskapets terminalverdi

$$\text{Nåverdi av terminalverdien} = \frac{101\,962}{1,0734^5} = 71\,553$$

Formel 23: Utregning av nåverdien av terminalverdien

Nåverdi av FCFF	15879
Nåverdi av terminalverdi	71553
<b>Selskapsverdi</b>	<b>87432</b>
Netto rentebærende gjeld	11261
<b>Verdi av EK</b>	<b>76171</b>
Antall aksjer	132
<b>Pris per aksje</b>	<b>577,06</b>

Tabell 27: Verdiberegning

Resultatene fra beregningene ovenfor gir oss en fundamental verdsatt pris per aksje for SalMar. Vi observerer at store deler av selskapets verdi ligger i terminalverdien. Ved å fratrekke gjelden og dividere på antall aksjer får vi en pris per aksje. Dermed kan vi konkludere med at den fundamentale verdsettelsen gir en aksjepris på 577,06 kroner.

## 10 Sensitivitetsanalyse

Avslutningsvis i den fundamentale verdsettelsen skal vi gjennomføre en sensitivitetsanalyse. Analysens formål er å vurdere påliteligheten til verdiestimatet og påvirkningen av resultatet basert på valg underveis i oppgaven. Grunnlaget for den fundamentale verdsettelsen er fremtidsprognoser estimert med utgangspunkt i historiske resultat, en regnskapsanalyse og en strategisk analyse. På bakgrunn av dette er det ingen sikkerhet for at estimatene for fremtiden vil bli som beregnet i fremtidsprognosene. Derfor er det nyttig å gjennomføre en sensitivitetsanalyse som avdekker hvordan aksjekursen utvikler seg ved endring i noen av de sentrale verdiene. Parametrene vi skal undersøke er avkastningskravet, den stabile veksten i terminalverdien og lakseprisen.

### 10.1 Avkastningskrav

Avkastningskravet brukes som en diskonteringsfaktor i en fundamental verdsettelse, noe som bidrar til at den har mye påvirkningskraft på den endelige aksjekursen. Den brukes både til å diskontere fremtidige kontantstrømmer og i beregningen av terminalverdien. Ved en økning i avkastningskravet vil terminalverdien bli mindre. Avkastningskravet representerer risikoen knyttet til en investering. Et høyere avkastningskrav indikerer at investorer krever høyere risikopremie som kompensasjon for økt risiko. Mange ulike faktorer er med å påvirke det endelige avkastningskravet, noe som fører til større sannsynlighet for en upresis variabel. Dette inkluderer den risikofrie renten, markedets risikopremie, gjeldsgrad, selskapets beta og skattesatsen.

Vi kan se i tabell 27 at endringer i avkastningskravet til totalkapitalen vil ha stor innvirkning på aksjekursen. Dette understreker hvorfor det er viktig å analysere hver variabel nøye for å unngå upresise variabler. Vi kan observere at en negativ endring i avkastningskravet påvirker aksjekursen i større grad enn en positiv endring gjør.

Endring	-20 %	-15 %	-10 %	-5 %		5 %	10 %	15 %	20 %
Wacc	5,87 %	6,24 %	6,61 %	6,97 %	7,34 %	7,71 %	8,07 %	8,44 %	8,81 %
Aksjekurs	841	757	687	628	577	532	493	458	427

Tabell 28: Sensitivitetsanalyse av avkastningskravet til totalkapitalen



## 10.2 Terminalverdi vekst

En annen avgjørende faktor er valget av den stabile vekstraten som benyttes i terminalverdi beregningen. Terminalverdien representerer verdien til et selskap ved slutten av en bestemt tidshorison. Vekstraten som benyttes tar utgangspunkt i at selskapet etter dette tidspunktet vil ha en stabil vekst. Vekstraten er dermed en viktig faktor, men samtidig vanskelig å forutse og fastslå. Vi argumenterer for valg av vekstrate i tidligere kapitler. En lav vekstrate vil redusere aksjekursen, mens en høyere vekstrate vil øke aksjekursen. Tabellen under viser sensitiviteten til SalMars aksjekurs knyttet til endringer i den stabile veksten. Vi observerer at en endring i stabil vekst ikke vil gi like store utslag som en endring i WACC.

Endring	-20 %	-15 %	-10 %	-5 %		5 %	10 %	15 %	20 %
Stabil vekst	1,60 %	1,70 %	1,80 %	1,90 %	2,00 %	2,10 %	2,20 %	2,30 %	2,40 %
Aksjekurs	537	547	556	566	577	588	599	611	623

Tabell 29: Sensitivitetsanalyse av den stabile vekstraten

## 10.3 Laksepris

Lakseprisen er en av variablene som har store utslag på verdsettelsesresultat. Selskapet opererer hovedsakelig innen lakseoppdrett og derfor er det naturlig at lakseprisen gir store utslag på inntektene til selskapet. Lakseprisene har naturlig en syklus der prisene er høyere første halvåret enn andre halvår, noe som gjør at vi har valgt å bruke gjennomsnittlige laksepriskurser. Til tross for dette har vi ingen forwardpriser for fremtidige år å bruke som utgangspunkt i vår estimering. Lakseprisene har også historisk vært volatile, noe som fører til at estimeringene er utfordrende. Vi kan observere at en endring i lakseprisen vil påvirke aksjekursen i stor grad. En potensiell nedgang på 20% vil også redusere den fundamentale aksjekursen med rundt 20%.

Endring	-20,0 %	-15,0 %	-10,0 %	-5,0 %		5,0 %	10,0 %	15,0 %	20,0 %
Aksjekurs	464	492	521	549	577	605	634	662	690

Tabell 30: Sensitivitetsanalyse av lakseprisen

## 11. Relativ verdsettelse

I en relativ verdsettelse er det vanlig å sammenligne verdien av lignende selskaper basert på ulike finansielle multipler. Vi har valgt å ta utgangspunkt i P/E, P/B og EBIT/KG når vi skal estimere SalMar sin aksjekurs. Dersom man kun benytter en multiplere i den relative verdsettelsen, kan det resultere i en misvisende aksjekurs. På bakgrunn av dette har vi valgt å ta utgangspunkt i flere multipler slik at vi får en mer komplett vurdering av selskapets verdi. Vi kombinerer først P/E og P/B, og justerer deretter for EBIT/KG.

I den relative verdsettelsen beregner vi en aksjekurs med utgangspunkt i gjennomsnittet for bransjen. Derfor er valg av sammenlignbare selskap avgjørende for å få en nøyaktig aksjekurs. Selskapene vi sammenligner SalMar med er Lerøy Seafood, Grieg Seafood og Bakkafrost. Ved valg av sammenlignbare selskap vurderer vi størrelsen på selskapene, hvilken børs de opererer i og deres markedsposisjon i oppdrettsbransjen. På bakgrunn av størrelsen på selskapene ekskluderer vi Mowi, til tross for at de er store konkurrenter av SalMar.

I beregningene har vi valgt å bruke gjennomsnittlig aksjekurs fra 5. oktober 2023 til 4. april 2024. Grunnen til at vi har valgt gjennomsnittskursen i løpet av 6 måneder er for å redusere risikoen for døgnsvingninger. Aksjekursen vi estimerer i den relative verdsettelsen, vil kunne styrke påliteligheten til resultatet fra den fundamentale verdsettelsen. Alle tall som benyttes i den relative verdsettelsen er hentet fra års- og kvartalsrapportene til selskapene. Tallene benyttet for å beregne gjennomsnittlig aksjekurs for de aktuelle selskapene er hentet fra Yahoo Finance. Bakkafrosts tall er oppgitt i DKK i årsrapporten og er omgjort til NOK med utgangspunkt i valutakursen 31. desember 2023, som var 1,56 NOK (Norges Bank, u.å.-b).

## 11.1 P/E

	SalMar	Lerøy Seafood	Grieg Seafood	Bakkafrost	Gjennomsnitt
Aksjekurs	595.86	44.80	67.83	566.99	318.87
Resultat per aksje	33.50	2.91	2.29	27.22	16.48
<b>P/E</b>	<b>17.79</b>	<b>15.40</b>	<b>29.62</b>	<b>20.83</b>	<b>20.91</b>

Tabell 31: P/E beregning

Ved å bruke P/E multiplisen kan vi sammenligne de ulike selskapene i bransjen, og vurdere om aksjen er underpriset, overpriset eller rettferdig priset. Man finner denne multiplisen ved å dele markedsverdien til aksjen på resultat per aksje. Markedsverdien reflekterer hvilke forventninger markedet har til selskapets inntjeningssevne og kontantstrømmer. Vi ser i tabellen ovenfor at SalMars P/E ligger litt lavere enn bransjegjennomsnittet. Dette indikerer normalt sett at SalMars aksje er underpriset eller at markedet har liten tro på at selskapets resultat skal økes i fremtiden. Samtidig ser vi at Grieg Seafood er med på å dra opp snittet betydelig. Dette kommer av at de har lav lønnsomhet og deres P/E indikerer dermed at aksjen er dyr i forhold til utbytte den gir.

Videre estimerer vi aksjeverdien av SalMar ved å multiplisere gjennomsnittlig P/E for bransjen med SalMars EPS (Earnings per share). Dette gir oss en aksjekurs på 700,43 som vist i tabellen nedenfor.

<b>Aksjepris fra P/E</b>	
Gjennomsnittlig P/E	20.91
Resultat per aksje	33.50
<b>Aksjekurs SalMar</b>	<b>700.43</b>

Tabell 32: Aksjekurs fra P/E

## 11.2 P/B

	SalMar	Lerøy Seafood	Grieg Seafood	Bakkafrost	Gjennomsnitt
Aksjekurs	595.86	44.80	67.83	566.99	318.87
BV av EK (mNOK)	23,079	19,897	6,369	16,951	16,574
Antall aksjer (mNOK)	132	596	113	59	225
BV per aksje	174.79	33.40	56.14	286.18	137.63
<b>P/B</b>	<b>3.41</b>	<b>1.34</b>	<b>1.21</b>	<b>1.98</b>	<b>1.98</b>

Tabell 33: P/B beregning

P/B brukes til å vurdere selskapets evne til å skape fysisk verdi. Denne multippelen beregnes ved å dividere pris per aksje på bokført verdi per aksje. I tabellen ovenfor ser vi at SalMars P/B ligger godt over gjennomsnittet til bransjen. Dette indikerer at SalMar har god evne til å skape fysisk verdi dersom de skulle bestemme seg for å realisere eiendelene sine (Egenkapitalen, 2024).

For å beregne aksjeverdien ved bruk av P/B, multipliserer vi gjennomsnittlig P/B for bransjen med bokført verdi per aksje. Dette gir oss en estimert aksjekurs på 346,95. Ved beregning av en aksjekurs kun med utgangspunkt i SalMars P/B ville aksjekursen vært på 596,03. Dette viser at SalMars avvik fra gjennomsnittet påvirker aksjekursen beregnet nedenfor drastisk.

<b>Aksjepris fra P/B</b>	
Gjennomsnittlig P/B	1.98
Bokført verdi per aksje	174.79
<b>Aksjekurs SalMar</b>	<b>346.95</b>

Tabell 34: Aksjekurs fra P/B

### 11.3 EBIT/KG

	SalMar	Lerøy Seafood	Grieg Seafood	Bakkafrost	Gjennomsnitt
EBIT (mNOK)	8,088	3,335	780	2,408	3,653
Antall kt fisk	254	160	72	73	140
<b>EBIT/KG</b>	<b>31.83</b>	<b>20.89</b>	<b>10.83</b>	<b>32.99</b>	<b>24</b>

Tabell 35: EBIT/KG beregning

Ved å beregne EBIT/KG får vi en oversikt over hvor mye inntjening selskapene har per kg slaktet laks. Multippelen beregner vi ved å dividere operational EBIT på antall kg fisk. Vi velger å benytte operational EBIT istedenfor EBIT. Dette er fordi den fokuserer spesifikt på virksomhetens driftsinntekter og driftskostnader. Dermed inkluderes ikke inntekter og kostnader som ikke er relatert til den daglige driften. I tabellen ovenfor kan vi se at SalMar ligger over gjennomsnittet for bransjen. Dette tyder på at SalMar har klart å skape overskudd til tross for at bransjen påvirkes av stor dødelighet. Det kan tyde på at SalMar har lavere kostnader knyttet til lakselus enn andre selskap. Dette reflekteres i resultatene

fra regnskapsanalysen som viser at SalMar driver med høyere driftsmargin enn resten av bransjen.

## 11.4 Oppsummering

Vi har nå estimert aksjekurs med utgangspunkt i både P/E og P/B multiplene. Dette ga oss to ulike aksjekurser, 700,43 og 346,95. Dette gir oss et avvik på 353,48. Da vi beregnet EBIT/KG, observerte vi at SalMar lå over bransjegjennomsnittet. Dermed har vi valgt å justere for EBIT/KG. Vi sammenfatter da kursene vi fant ved å benytte P/E og P/B multiplene, og veier dem i henhold til deres relevans. Som følge av at SalMar ligger langt over gjennomsnittet i P/B, anser vi at aksjekursen beregnet ved P/B er mindre relevant. Aksjekursen dras drastisk ned ettersom avviket fra gjennomsnittet er såpass stort. På bakgrunn av dette har vi valgt å vekte P/E 60% og P/B 40%.

Aksjepris fra relativ verdsettelse		
Multipel	P/E	P/B
Pris	700.43	346.95
Vekting	60%	40%
Justert for EBIT/KG	10%	
<b>Estimert aksjekurs</b>	<b>614.94</b>	
<b>Aksjekurs 04.04.24</b>	<b>670.50</b>	
<b>Nedside</b>	<b>-8.29%</b>	

Tabell 36: Estimert aksjekurs fra relativ verdsettelse

## 11.5 Konklusjon Relativ Verdsettelse

Ved å vekte P/E 60% og P/B 40%, og deretter justere for EBIT/KG, får vi en estimert aksjekurs på 614,94 NOK. Denne aksjekursen har en nedside på 8,29% per aksje i forhold til markedsprisen 4. april 2024. Den faktiske aksjekursen påvirkes av markedets forventninger til selskapet eller bransjen. Dette kan være grunnen til at den estimerte aksjekursen avviker fra faktisk aksjekurs. Det kan da tyde på at markedet har høye forventninger til SalMars fremtidige inntjening eller ser et vekstpotensial for selskapet.

## 12. Verdiestimat

	Kontantstrømm modellen	Relativ verdsettelse
Aksjepris	577.06	614.94
Vekting	60%	40%
<b>Endelig aksjepris</b>	<b>592.21</b>	

Tabell 37: Endelig aksjepris

Vi har valgt å vekte det endelige kursmålet, med størst prosentvis andel på kontantstrømm modellen. Vi anser denne modellen som den mest pålitelige, da denne tar utgangspunkt i funn i den strategiske analysen. Vi velger likevel å gi 40% til den relative verdsettelsen. Dette skyldes at selskapene i bransjen har relativt like karakteristikk, og dermed får man mulighet til å fange opp markedets sentiment. I den relative verdsettelsen så vi at det var høye multipler på mange selskap, noe som kan indikere at aksjemarkedet er priset høyere enn selskapenes fundamentale verdier.

## 13. Konklusjon

Formålet med vår oppgave var å besvare problemstillingen: “Hva er verdien av SalMar ASA og tilhørende aksjepris våren 2024?”. For å evne å besvare problemstillingen på best mulig måte har vi analysert selskapet og bransjen de opererer i. Med utgangspunkt i funn i den strategiske analysen og regnskapsanalysen, har vi utført en fundamental verdsettelse av SalMar. Ved å anvende totalkapitalmetoden, kombinert med justeringer for gjeld, har vi beregnet egenkapitalverdien. Den fundamentale verdsettelsen resulterte i en aksjeverdi på 577,06 og en egenkapitalverdi på 76 171 MNOK. Vår sensitivitetsanalyse har belyst at det er sårbarheter ved ulike parametre i analysen, og viser hvordan endring kan påvirke endelig aksjekurs.

For å styrke resultatene fra den fundamentale verdsettelsen gjennomførte vi en relativ verdsettelse. Etter en oppjustering for EBIT/KG ga analysen en aksjekurs på 614,94. Resultatene fra den relative verdsettelsen viser at selskapet er litt overpriset i forhold til de sammenlignbare konkurrentene.

Etter å ha vektet den fundamentale verdsettelsen mot den relative, fikk vi en aksjekurs på 592,21. SalMar har en verdi av egenkapitalen på 78 171 MNOK. Markedsverdien til aksjen er 670,5. Dermed ligger markedsverdien på SalMars aksje høyere enn vår estimerte aksjekurs. Ut ifra dette kan vi konkludere med at aksjen er overpriset og har en nedside på 11,68%. På bakgrunn av dette vil vi anbefale å selge aksjen.

## 14. Kritikk til oppgaven

Det er mange faktorer som kan ha påvirket påliteligheten til estimatene våre. Når man skal gjennomføre en verdsettelse er det viktig å være objektiv. Vi har benyttet informasjon fra SalMars egne års- og kvartalsrapporter. Vi anser dette som relativt pålitelige kilder da dataene benyttet i stor grad er tallbasert. Vi kan likevel ikke se bort ifra at regnskapstallene kan være “sminket” for å fremstilles bedre overfor aksjonærene. Dermed kan objektiviteten vår ha blitt påvirket av dette. Etersom årsrapporten for 2023 publiseres rett før innleveringsfristen, benyttes tall fra deres siste kvartalsrapport for 2023. Dette kan være en svakhet da disse tallene ikke er revidert. Teorien og metoden som er benyttet gjennom oppgaven er basert på Damodaran. Ved å benytte annen teori og metode, kan det medføre andre innfallsvinkler.

Vårt estimat baserer seg på historiske tall kombinert med funn i den strategiske analysen og regnskapsanalysen. Oppdrettsbransjen er en bransje i vekst, og det er ikke mulig å vite hva som vil skje i fremtiden. Vårt estimat på terminalverdi kan derfor være et usikkert mål på SalMars faktiske verdi i terminalåret. Som belyst i den strategiske analysen er makroøkonomiske forhold sentrale faktorer for verdiskapning i laksebransjen. Endringer i disse vil derfor kunne påvirke selskapets fremtidige kontantstrømmer. Særlig nye politiske reguleringer i fremtiden er vanskelig å fastslå på nåværende tidspunkt. Derfor kan det foreligge usikkerheter rundt våre fremtidsprognoser.

Små endringer i viktige og relevante faktorer kan påvirke verdiestimatet i stor grad. For vår oppgave gjelder dette spesielt faktorer som lakseprisen, stabil vekstrate og avkastningskrav. Dette belyses gjennom vår sensitivitetsanalyse. Det er viktig å være rasjonell og nøytral når man tar ulike antagelser. Dette har vi forsøkt å gjøre etter beste evne.



## Kilder

Aaser, K., Lier, T., Fraser, A.S., Bach, D., Rydne, N. Hagemansen, J., Ogre, M. (2023, 14. desember). Norges Bank setter opp renten til 4,5 prosent: - En iskald julegave. *E24*.

<https://e24.no/norsk-oekonomi/i/xg61E1/norges-bank-setter-opp-renten-til-45-prosent-en-iskald-julegave>

Akvakulturloven. (2006). *Lov om akvakultur (LOV-2019-06-21-70)*. Lovdata.

<https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-06-17-79>

Andersen, G., Holbergprisen i skolen, UIB. (2019, 31. januar). Valg av forskningsmetode.

NDLA. <https://ndla.no/article/5582>

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

[https://bakkafrost.cdn.fo/savn/2356/bf\\_annualreport\\_web\\_2019.pdf?s=DCgdItewpTovaWQVXMA\\_PDUJFzU](https://bakkafrost.cdn.fo/savn/2356/bf_annualreport_web_2019.pdf?s=DCgdItewpTovaWQVXMA_PDUJFzU)

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

[https://bakkafrost.cdn.fo/savn/3115/bf\\_annualreport\\_2020-web\\_01.pdf?s=8emo2oxJr2DXrPHhQwWHeebe0eM](https://bakkafrost.cdn.fo/savn/3115/bf_annualreport_2020-web_01.pdf?s=8emo2oxJr2DXrPHhQwWHeebe0eM)

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

[https://bakkafrost.cdn.fo/savn/3567/bakkafrost\\_annual\\_report\\_2021.pdf?s=xEXWUAg5jDWzRc\\_CZchXmpauS7E](https://bakkafrost.cdn.fo/savn/3567/bakkafrost_annual_report_2021.pdf?s=xEXWUAg5jDWzRc_CZchXmpauS7E)

Bakkafrost. (2023). *Annual Report 2022*. <https://bakkafrost.cdn.fo/savn/4112/bakkafrost-annual-report-2022.pdf?s=IcFzp4RTJDnoujYYCbp517hH0Ko>

Bakkafrost. (2024). *Interim Report Q4 and the year 2023*.

[https://bakkafrost.cdn.fo/savn/bqvdfwe3/2023-q4-interim-accounts\\_v3.pdf?s=2g4X5Hqg45mDTP--PcBt2nw\\_j34](https://bakkafrost.cdn.fo/savn/bqvdfwe3/2023-q4-interim-accounts_v3.pdf?s=2g4X5Hqg45mDTP--PcBt2nw_j34)

Brækken, E. H. (2024, 5. april). *Hvorfor har lakseprisen økt så kraftig*. CAPIA.

<https://capia.no/no/articles/blog-post-title-three-y6adg>

Bukkvoll, D. Å. (2024, 22. mars). *Akvakulturloven*. Store norske leksikon.

<https://snl.no/akvakulturloven>

Bøhren, Ø., Michalsen, D. (2016). *Finansiell økonomi* (4. utg.). Fagbokforlaget

<https://fo.portfolio.no/read/f74c7ab7-43c6-47b4-85d9-7242a5645338#SEKS>

Cascade Team. (2023, 18. september). *VRIO Framework overview: Analysis, Template & Examples*. Cascade. <https://www.cascade.app/blog/vrio-framework>

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

Dan. (2013a, 24. juli). *Threat of new entrants-one of Porter's five forces*. Strategic CFO.

<https://strategiccfo.com/articles/financial-leadership/threat-of-new-entrants-one-of-porters-five-forces/>

Dan. (2013b, 24. juli). *Intensity of rivalry-one of Porter's five forces*. Strategic CFO.

<https://strategiccfo.com/articles/management-ownership/intensity-of-rivalry-one-of-porters-five-forces/>

Dan. (2013c, 24. juli). *Threat of substitutes-one of Porter's five forces*. Strategic CFO.

<https://strategiccfo.com/articles/financial-leadership/threat-of-substitutes-one-of-porters-five-forces/>

Dan. (2013d, 24. juli). *Supplier power-one of porter's five forces*. Strategic CFO.

<https://strategiccfo.com/articles/accounting/supplier-power-one-of-porters-five-forces/>

Dan. (2020, 27. juli). *Buyer bargaining power-one of Porter's five forces*. Strategic CFO.

<https://strategiccfo.com/articles/financial-leadership/buyer-bargaining-power-one-of-porters-five-forces/>

DN Investor. (u.å.). *Bakkafrost*. Hentet 28. mars 2024 fra  
<https://www.dn.no/investor/aksje/S205/BAKKA/BAKKAFROST>

DN Investor. (u.å.). *Grieg Seafood*. Hentet 28. mars 2024 fra  
<https://www.dn.no/investor/aksje/S163/GSF/GRIEG%20SEAFOOD>

DN Investor. (u.å.). *Lerøy Seafood Group*. Hentet 28. mars 2024 fra  
<https://www.dn.no/investor/aksje/S140/LSG/LERØY%20SEAFOOD%20GROUP>

DN Investor. (u.å.). *SalMar ASA*. Hentet 30. mars 2024 fra  
<https://www.dn.no/investor/aksje/S84/SALM/SALMAR>

Egenkapitalen. (2024, 28. mars). *Pris/Bok*. <https://egenkapitalen.no/pris-bok/>

Energyrent. (u.å.). *Vanntemperatur i oppdrett*. Hentet 4. april 2024 fra  
<https://www.energyrent.no/optimal-vanntemperatur-i-oppdrett/>

European Commission. (2024, 25. januar). *Objections to six companies in farmed Atlantic salmon cartel*. Press corner.  
[https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip\\_24\\_405](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_24_405)

Fiskeridirektoratet. (u.å.-a). *Hva er trafikklyssystemet?* Hentet 10. mars 2024 fra  
<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/hva-er-trafikklyssystemet>

Fiskeridirektoratet. (u.å.-b). *Tildelingsprosessen*. Hentet 25. mars 2024 fra  
<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Tildelingsprosessen>

FN-sambandet. (2023, 15. juni). *Befolkning, migrasjon og urbanisering*.  
<https://fn.no/tema/baerekraftig-utvikling-fattigdom-og-befolkning/befolkning>

FN-sambandet. (2023, 28. juni). *Bærekraftig utvikling*. <https://fn.no/tema/baerekraftig-utvikling-fattigdom-og-befolkning/baerekraftig-utvikling>

Global Salmon Initiative. (u.å.). *About Salmon Farming*. Hentet 14. mars 2024 fra <https://globalsalmoninitiative.org/en/about-salmon-farming/>

Grieg Seafood. (u.å.). *We are sea farmers*. Hentet 18. mars 2024 fra <https://griegseafood.com/about-us>

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

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

Grieg Seafood. (2022). *Annual Report 2021*.  
<https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/8699f764225f2b441044453452ada7923cca1994.pdf>

Grieg Seafood. (2023). *Annual Report 2022*.  
<https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/2699fb944e6f7253449c370f0e2bb1ef91fff4d0.pdf>

Grieg Seafood. (2024). *Q4 Report 2023*.  
<https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/4a777289eacd9d61d01fde9664efc0369b4d4e19.pdf>

Hayes, A. (2023, 28. august). *Value-Added Product: What it means in industry and marketing*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/v/valueadded.asp>

Hoff, K. G. & Pedersen, A. O. (2015). *Grunnleggende regnskap 2: Analyse av finansregnskapet* (3. utg). Oslo: Universitetsforlaget.

Hoff, K. G. & Helbæk, M. (2021). *Bedriftens økonomi*. (9. utg). Oslo: Universitetsforlaget.

Håstein, T. Sømme, L. S. Halleraker, J. H. Vøllestad, L.A. (2022, 6. april). *Lakselus*. Store norske leksikon. <https://snl.no/lakselus>

Ilaks. (2018, 13. april). *Giganten "Ocean Farm 1" blir liten sammenlignet med SalMars nye havmerd*. <https://ilaks.no/giganten-ocean-farm-1-blir-liten-sammenlignet-med-salmars-nye-havmerd/>

Knudsen, C. (2024, 15. februar). *Laksedødelighet på opptil 27 prosent: - Altfor høy*. E24 <https://e24.no/hav-og-sjoemat/i/GMpK14/laksedoedelighet-paa-opptil-27-prosent-altfor-hoey>

Knudsen, C. (2024, 6. mars). *Salmar vil investere en halv milliard kroner i lakseinitiativ*. E24 <https://e24.no/hav-og-sjoemat/i/wA7xJ1/salmar-vil-investere-en-halv-milliard-kroner-i-lakseinitiativ>

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

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

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

Lerøy Seafood. (2023). *Årsrapport 2022*. <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02--documents/rapporter/arsrapporter/lfs-arsrapport-22-240523-.pdf>

Lerøy Seafood. (2024). *Delårsrapport 2023 4. kvartal*. <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02--documents/rapporter/kvartalsrapporter/2023/lsg-q4-23-rapport.pdf>

Miljødirektoratet. (2023, 25. oktober). *Utslipp av næringssalter fra fiskeoppdrett*. <https://miljostatus.miljodirektoratet.no/tema/forurensning/overgiodsling/utslipp-av-naringssalter-fra-fiskeoppdrett/>

Miljødirektoratet. (2024, 7. februar). *Akvakultur - fiskeoppdrett*.

<https://www.miljodirektoratet.no/ansvarsomrader/vann-hav-og-kyst/Akvakultur-fiskeoppdrett/>

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

Myrholt, T. (2024, 18. februar). *Dødeligheten er helt klart altfor høy!* Intrafish.

<https://www.intrafish.no/fiskehelse/dodelighet-er-helt-klart-altfor-hoy-/2-1-1599877>

Naturvernforbundet. (2020, 24. februar). *Oppdrett*. <https://naturvernforbundet.no/laermer/hav-og-strand/oppdrett/>

Nordea. (u.å.). *Rentesikring*. Hentet 20. mars 2024 fra <https://www.nordea.no/bedrift/vare-produkter/finansiering/rentesikring.html>

Nordic Credit Rating. (2023, 24. april). *SalMar ASA 'BBB' long-term issuer rating affirmed, outlook stable*. Nordic Credit Rating.

[https://nordiccreditrating.com/article/salmar-asa-bbb-long-term-issuer-rating-affirmed-outlook-stable?language\\_content\\_entity=en](https://nordiccreditrating.com/article/salmar-asa-bbb-long-term-issuer-rating-affirmed-outlook-stable?language_content_entity=en)

Norges Bank. (u.å.-a). *Generiske Statsrenter*. Norges Bank. Hentet 04.04.2024 fra

<https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/statsrenter/generiske-statsrenter/>

Norges Bank. (u.å.-b). *Valutakurser*. Norges Bank. Hentet 28. mars 2024 fra

<https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Valutakurser/?tab=currency&id=DKK>

Norges Sjømatråd. (2021, 21. september). *Slik påvirket pandemien det globale*

*laksemarkedet*. <https://seafood.no/aktuelt/Fisketanker/slik-pavirket-pandemien-det-globale-laksemarkedet/>

NOU 2023: 15. (2023). *Bærekraftsrapportering*. Departementets sikkerhets- og serviceorganisasjon.

<https://www.regjeringen.no/contentassets/bf46c3c7dc764834a0ce5bc3370918b7/no/pdfs/nou202320230015000dddpdfs.pdf>

Oppdrettsloven. (1985). *Lov om oppdrett av fisk, skalldyr m.v.* LOV-1981-05-15-19.

Lovdata. <https://lovdata.no/dokument/LTI/lov/1985-06-14-68>

Peterdy, K. (u.å.). *Pestel Analysis*. Hentet 13. mars 2024 fra

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/management/pestel-analysis/>

Pricewaterhousecooper. (2023). *Risikopremien i det norske markedet*. PWC. Hentet 28 mars 2024 fra <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien-2023.pdf>

Regjeringen. (u.å.). *St.meld. nr. 41 (1998)*. Hentet 27. mars 2024 fra

<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/stmeld-nr-41-1998-/id191761/?ch=11>

Regjeringen. (2023, 4. april). *Nye sanksjoner mot Russland er innført i norsk rett*. Hentet 22.03.2024 fra <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/nye-sanksjoner-mot-russland-er-innfort-i-norsk-rett/id2970907/>

Ressvoll, A. Rydne, N & Knudsen, C. (2023, 25. mai). *Enighet om lakseskatt på 25%*.

E24. <https://e24.no/hav-og-sjoemat/i/APkX6j/enighet-om-lakseskatt-paa-25-prosent>

Ressvoll, A. & Biehl, K. (2024, 4. april). *Sjefsøkonom: - Vi må venne oss til en ny*

*kronekurs*. E24. <https://e24.no/norsk-oekonomi/i/onJ9QR/sjefoekonom-vi-maa-venne-oss-til-en-ny-kronekurs>

SalMar. (u.å.-a). *Historien - SalMar*. Hentet 31. mars 2024 fra <https://www.salmar.no/om-salmar/salmar-i-dag/historien/>

SalMar. (u.å.-b). *Våre virksomhetsområder*. Hentet 31. mars 2024 fra

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

SalMar. (u.å.-c). *Visjon og strategi*. Hentet 10. mars 2024 fra <https://www.salmar.no/om-salmar/salmar-i-dag/strategi-og-visjon/>

SalMar. (2020). *Annual Report 2019*. <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/74e5d277-5302-41ee-af23-4a7785858807>

SalMar. (2021). *Annual Report 2020*. <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/3a869ed4-be25-4ad7-b1c1-39e901bb207f>

SalMar. (2022). *Annual Report 2021*. <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/a1b33242-6c5a-4ebf-96d6-e6870f9d8994>

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

SalMar. (2024.-a). *Quarterly report. Fourth Quarter 2023*. <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/2bc4f479-49c5-4282-89ea-49f434914257>

SalMar. (2024.-b). *Annual Report 2023*. <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/63afb681-4524-41d9-9199-f0e8821f26a2>

Skatteetaten. (u.å.). *Avgift på produksjon av fisk*. Hentet 29. mars 2024 fra <https://www.skatteetaten.no/bedrift-og-organisasjon/avgifter/saravgifter/om/fisk/>

Statistisk sentralbyrå. (2024, 24. januar). *Hva påvirker kronekursen?* <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/konjunkturer/artikler/hva-pavirker-kronekursen>

Stranden, A. L. (2022, 4. november). *Dette er grunnrente. - Lakseskatt er i tråd med økonomers lærebøker*. Forskning.no. <https://www.forskning.no/enkelt-forklart-finans-ekonomi/dette-er-grunnrente-lakseskatt-er-i-trad-med-okonomers-laereboker/2102001>



Visma Økonomioversikt. (u.å.). *Driftsmargin i %*. Hentet 25. mars 2024 fra [https://help.visma.net/no\\_no/financial-overview/content/online-help/kpi-operating-margin.htm](https://help.visma.net/no_no/financial-overview/content/online-help/kpi-operating-margin.htm)

World Bank. (u.å.). *GPD growth (annual %)* The world bank. Hentet 04.04.2024 fra <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.KD.ZG>

Yahoo Finance. (u.å.). *Grieg Seafood ASA (GSF.OL)*. Hentet 5. april 2024 fra <https://finance.yahoo.com/quote/GSF.OL/>

Yahoo Finance. (u.å.). *Lerøy Seafood Group ASA (LSG.OL)*. Hentet 5. april 2024 fra <https://finance.yahoo.com/quote/LSG.OL/history>

Yahoo Finance. (u.å.). *Oslo Børs Benchmark Index*. Hentet 28. mars fra <https://finance.yahoo.com/quote/OSEBX.OL/history?period1=1553731200&period2=1711584000&interval=1d&filter=history&frequency=1d&includeAdjustedClose=true>

Yahoo Finance. (u.å.). *P/F Bakkafrost (BAKKA.OL)*. Hentet 5. april 2024 fra <https://finance.yahoo.com/quote/BAKKA.OL/history>

Yahoo Finance. (u.å.). *SalMar ASA (SALMOL)*. Hentet 5. april 2024 fra <https://finance.yahoo.com/quote/SALM.OL/history?period1=1553731200&period2=1711584000&interval=1d&filter=history&frequency=1d&includeAdjustedClose=true>