



Universitetet
i Stavanger



SALMAR

Passion for Salmon

Verdsettelse av SalMar

Bacheloroppgave

Universitetet i Stavanger

Maren Lucie Hofslundsengen og Karen Ladsten Skjæveland



Universitetet
i Stavanger

HANDELSHØGSKOLEN VED UIS
BACHELOROPPGAVE

STUDIUM:
Økonomi og administrasjon

OPPGAVEN ER SKREVET INNEN
FØLGENDE TEMATISKE RETNING:

Regnskap og finans

TITTEL:
Verdsettelse av SalMar

FORFATTERE:		VEILEDER:
Kandidatnummer:	Navn:	Lars Atle Kjøde
1540	Maren Lucie Hofslundsengen	
.....	
1621	Karen Ladsten Skjæveland	
.....	

Forord

Denne bachelor oppgaven er en obligatorisk del av bachelorstudiet økonomi og administrasjon på handelshøyskolen ved Universitet i Stavanger. Målet med oppgaven er å verdsette SalMar.

Gjennom studiet har vi hatt flere fag innen finans, strategi og regnskap, samt valgfag innen finans, noe vi tenker er aktuelt for dette temaet. Vi hadde begge valgfaget verdsettelse og finansregnskap i femte semester, noe som vekket interessen vår for verdsettelse. I denne oppgaven ønsker vi å bruke kunnskapen vi har tilegnet oss gjennom studieløpet i praksis ved verdsettelse av SalMar.

Vi har valgt et selskap som driver med lakseoppdrett fordi dette er et interessant og aktuelt tema innen en vekstnæring for Norge.

Vi ønsker å takke vår veileder Lars Atle Kjøde for god hjelp og veiledning.

Sammendrag

I denne bacheloroppgaven er målet å verdsette selskapet SalMar, med følgende problemstilling: «Hva er aksjeprisen til SalMar per 31.12.23».

Vi har innledet oppgaven med en generell gjennomgang av selskapet, som inkluderer en oversikt over historien og eierstrukturen. Deretter har vi utforsket oppdrettsbransjen og laksemarkedet, og tatt en nærmere titt på bærekraftsaspekter innenfor bransjen. Deretter har vi beskrevet metoden vi har brukt, som tar for seg fundamental verdsettelse og relativ verdsettelse. Videre i oppgaven har vi gjennomført en strategisk analyse av selskapet og bransjen. Analysene bestod av PESTEL (Political, Economic, Social, Technological, Environmental and Legal factors), Porters five forces, VRIO (Value, Rarity, Imitability and Organization) og SWOT (Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats) analyser. Disse analysene vektlegges videre i verdierestimeringen og prognosene for fremtidige kontantstrømmer. Vi har også utarbeidet en regnskapsanalyse, hvor vi har analysert nøkkeltall innen lønnsomhet, likviditet og soliditet.

Basert på vår strategiske analyse og regnskapsanalysen har vi utført en fundamental verdsettelse. Dette innebærer beregning av fremtidige kontantstrømmer for de kommende fem årene, sammen med fastsettelse av total kapitalens avkastningskrav, WACC (Weighted average cost of capital). På bakgrunn av disse verdiene har vi kommet frem til en estimert aksjepris for SalMar. Videre har vi gjennomført en sensitivitetsanalyse for å vurdere hvor følsomt det estimerte aksjeprisnivået er for endringer i priser, produksjonsvolum, WACC og terminalvekst. I tillegg har vi utført en relativ verdsettelse basert på flere multiplikatorer, inkludert P/E (price/earning), P/B (price/book), EV/EBITDA (enterprise value/earnings before interest, taxes, depreciation, and amortisation) og EV/kg, for å generere estimert aksjepris.

Basert på den fundamentale og relative verdsettelsen, landet vi på et aksjeprisestimat på henholdsvis 343.24 og 609.41 kroner. Vi vektet den fundamentale aksjeverdien med 25% og den relative aksjeverdien med 75%, og dette resulterte i en aksjepris på 542.81 kroner. Vår konklusjon er at SalMars aksje er verdsatt per 31.12.2023 til 542.81kr, mens markedsverdien på samme tidspunkt var 569.2 kroner. På bakgrunn av dette anbefaler vi salg av SalMar-aksjen.

Figurer, formler og tabeller

Figur 1. Sløyd fisk. Tall hentet fra: (SalMar, u.å.-b).....	14
Figur 2. Organisasjons struktur. Info hentet fra:(SalMar, u.å.-g).....	17
Figur 3. Ti største aksjonærer sin andel. Tall hentet fra: (SalMar, u.å.-e).	17
Figur 4. Produsenter av oppdrett. Bildet hentet fra: (Misund, 2023).....	18
Figur 5. Utvikling i global produksjon. Bildet hentet fra: (Finansdepartementet, 2019a).	20
Figur 6. Historisk gjennomsnittspris av laks. Tall hentet fra: (Fish Pool, u.å.-b)	34
Figur 7. Befolkningsvekst. Bildet hentet fra: (FN-sambandet, 2023a).	35
Figur 8. Porters Five Forces. Bildet hentet fra: (Lervoll, u.å.)	39
Figur 9. Prisutvikling 2010-2019. Bildet hentet fra: (Mowi, 2020)	44
Figur 10. Tilbud av laks. Bildet hentet fra: (Mowi, 2020)	44
Figur 11. SWOT analyse	48
Figur 12. Totalkapitalrentabilitet for SalMar og sammenlignbare selskaper fra 2013-2023. ...	51
Figur 13. Egenkapitalrentabiliteten for SalMar og sammenlignbare selskaper fra 2013-2023	52
Figur 14. Egenkapitalrentabilitet for SalMar og sammenlignbare selskaper fra 2019 til 2023	53
Figur 15. Driftsmargin. Formel hentet fra: (Hoff & Pedersen, 2019).....	53
Figur 16. Driftsmargin for SalMar og sammenlignbare selskaper fra 2013-2023.....	54
Figur 17. Likviditetsgrad 1 for SalMar og sammenlignbare selskaper fra 2013-2023.....	56
Figur 18. Likviditetsgrad 2 for SalMar og sammenlignbare selskaper fra 2013-2023.....	57
Figur 19. Egenkapitalprosenten for SalMar og sammenlignbare selskaper fra 2013-2023.....	59
Figur 20. Gjeldsgrad for SalMar og sammenlignbare selskaper fra 2013-2023	60
Figur 21. Rentedekningsgrad for SalMar og sammenlignbare selskaper fra 2013-2023.....	61
Figur 22. Andre driftskostnader i % av driftsinntekter for SalMar og sammenlignbare selskaper fra 2019-2023	67
Figur 23. Arbeidskapital i prosent av driftsinntekter fra 2019-2023	71
Figur 24. Arbeidskapital per kg sløyd fisk fra 2019-2023	71
Tabell 1. Konklusjon Porters five forces	45
Tabell 2. Konklusjon VRIO analyse.....	48
Tabell 3. Regnskapsoversikt for SalMar. Tall i 1,000NOK	50
Tabell 4. Totalkapitalrentabilitet for SalMar og sammenlignbare selskaper fra 2019-2023 ...	51
Tabell 5. Driftsmargin for SalMar og sammenlignbare selskaper fra 2019-2023.....	54
Tabell 6. Likviditetsgrad 1 for SalMar og sammenlignbare selskaper fra 2019-2023	56
Tabell 7. Likviditetsgrad 2 for SalMar og sammenlignbare selskaper fra 2019-2023	57
Tabell 8. Egenkapitalprosenten for SalMar og sammenlignbare selskaper fra 2019-2023	59
Tabell 9. Gjeldsgrad for SalMar og sammenlignbare selskaper fra 2019-2023.....	60

Tabell 10. Rentedeckningsgrad for SalMar og sammenlignbare selskaper fra 2019-2023	62
Tabell 11. Estimert laksepris fra 2024-2028	63
Tabell 12. Estimert slaktevolum fra offshore oppdrett fra 2024-2030.....	64
Tabell 13. Estimert slaktevolum fra 2024-2028	64
Tabell 14. Estimerte driftsinntekter fra 2024-2028.....	64
Tabell 15. Varekostnader fra 2019-2023. Tall i 1,000NOK	65
Tabell 16. Estimerte varekostnader fra 2024-2028. Tall i 1,000NOK	66
Tabell 17. Lønnskostnader fra 2019-2023. Tall i 1,000NOK	66
Tabell 18. Estimerte lønnskostnader fra 2024-2028. Tall i 1,000NOK	66
Tabell 19. Andre driftskostnader fra 2019-2023. Tall i 1,000NOK	67
Tabell 20. Estimerte andre driftskostnader fra 2024-2028. Tall i 1,000NOK	68
Tabell 21. Estimerte driftskostnader fra 2024-2028. Tall i 1,000NOK	68
Tabell 22. Estimert EBITDA fra 2024-2028. Tall i 1,000NOK	68
Tabell 23. Avskrivninger fra 2019-2023. Tall i 1,000NOK	69
Tabell 24. Estimerte avskrivninger fra 2024-2028. Tall i 1,000NOK	69
Tabell 25. Estimert arbeidskapital fra 2024-2028. Tall i 1,000NOK	72
Tabell 26. Investeringer fra 2019-2023. Tall i 1,000NOK.....	72
Tabell 27. Estimerte investeringer fra 2024-2028. Tall i 1,000NOK	73
Tabell 28. Fremtidige kontantstrømmer fra 2024-2028. Tall i 1,000NOK.....	73
Tabell 29. Regresjonsbeta for SalMar og sammenlignbare selskaper	75
Tabell 30. Fundamental beta for SalMar og sammenlignbare selskaper	76
Tabell 31. Justert beta for SalMar	77
Tabell 32. Markedsverdi egenkapital	78
Tabell 33. Markedsverdi gjeld. Tall i 1,000NOK.....	79
Tabell 34. Gjeldskostnaden for SalMar fra 2019-2023. Tall i 1,000NOK	79
Tabell 35. Nåverdi av kontantstrømmer og terminalverdi. Tall i 1,000NOK	81
Tabell 36. Egenkapitalverdi. Tall i 1,000NOK	81
Tabell 37. Fundamental aksjepris.....	82
Tabell 38. Sensitivitet i endring av laksepris	82
Tabell 39. Sensitivitet i endring av produksjonsvolum	83
Tabell 40. Sensitivitet i endring av WACC.....	83
Tabell 41. Sensitivitet i endring av terminalvekst	84
Tabell 42. Price/Earnings for SalMar og sammenlignbare selskaper	85
Tabell 43. Price/Book for SalMar og sammenlignbare selskaper	85
Tabell 44. Enterprise Value/EBITDA for SalMar og sammenlignbare selskaper.....	86
Tabell 45. Enterprise value/kg for SalMar og sammenlignbare selskaper.....	87
Tabell 46. Relativ aksjepris.....	87
Tabell 47. Endelig aksjepris for SalMar	88

Formel 1. Formel for nåverdi. Formel hentet fra: (Damodaran, 2012)	22
Formel 2. Kontantstrøm til egenkapitalen. Formel hentet fra: (Damodaran, 2012)	22
Formel 3. Kapitalverdimodellen. Formel hentet fra: (Damodaran, 2012)	23
Formel 4. Regresjonsbeta. Formel hentet fra: (Finanssans, 2023a)	25
Formel 6. Gjeldspåvirket og gjeldsupåvirket beta. Formel hentet fra: (Damodaran, 2012)	26
Formel 7. Kontantstrøm til total kapitalen. Formel hentet fra: (Damodaran, 2012)	27
Formel 8. Total kapitalavkastningskravet (WACC). Formel hentet fra: (Hargrave, 2024)	28
Formel 9. Verdi av firmaet. Formel hentet fra: (Damodaran, 2012)	28
Formel 10. Terminalverdi. Formel hentet fra: (Damodaran, 2012)	29
Formel 11. Terminalverdi. Formel hentet fra: (Damodaran, 2012)	30
Formel 12. Price/Earnings ratio. Formel hentet fra: (Damodaran, 2012)	31
Formel 13. Price/Book ratio. Formel hentet fra: (Damodaran, 2012)	32
Formel 14. Enterprise value/EBITDA. Formel hentet fra: (Damodaran, 2012)	32
Formel 15. Enterprise value/kg. Formel hentet fra: (Berge, 2013)	32
Formel 16. Total kapitalrentabilitet. Formel hentet fra: (Hoff & Pedersen, 2019)	50
Formel 17. Egen kapitalrentabilitet. Formel hentet fra: (Hoff & Pedersen, 2019)	52
Formel 18. Likviditetsgrad 1. Formel hentet fra: (Hoff & Pedersen, 2019)	55
Formel 19. Likviditetsgrad 2. Formel hentet fra: (Hoff & Pedersen, 2019)	57
Formel 20. Egen kapitalprosent. Formel hentet fra: (Hoff & Pedersen, 2019)	58
Formel 21. Gjeldsgrad. Formel hentet fra: (Hoff & Pedersen, 2019)	60
Formel 22. Rentedeckningsgrad. Formel hentet fra: (Hoff & Pedersen, 2019)	61
Formel 23. Arbeidskapital. Formel hentet fra: (Hoff & Pedersen, 2019)	70
Formel 24. Investeringer. Formel hentet fra: (Hoff & Pedersen, 2019)	72
Formel 25. Justert beta. Formel hentet fra: (Damodaran, 2012)	76

Innhold

FORORD	3
SAMMENDRAG	4
FIGURER, FORMLER OG TABELLER	5
1. INNLEDNING OG PROBLEMSTILLING	11
1.1. OPPGAVEN	11
1.2. PROBLEMSTILLING	12
1.3. FREMGANGSMÅTE.....	12
2. SELSKAPET	13
2.1. HISTORIE	13
2.2. VERDIKJEDE.....	14
2.3. OPERASJON I ANDRE LAND: ISLAND OG SKOTTLAND.....	15
2.4. MÅL OG VISJON	16
2.5. ORGANISASJONS STRUKTUR.....	16
2.6. EIERSTRUKTUR.....	17
3. FISKEOPPDRETT	18
3.1. TRADISJONELL FISKEOPPDRETT	19
3.2. FISKEOPPDRETT PÅ LAND.....	19
3.3. DET GLOBALE MARKEDET	20
3.4. BÆREKRAFT OG ETIKK	20
4. METODE	21
4.1. FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	21
4.1.1. Egenkapitalmetoden	22
4.1.2. Totalkapitalmetoden	27
4.1.3. Terminalverdi.....	28
4.2. RELATIV VERDSETTELSE.....	30
4.2.1. Multipler	31
4.2.2. Price/Earning (P/E).....	31
4.2.3. Price/Book (P/B).....	31
4.2.4. Enterprise Value/EBITDA.....	32
4.2.4. Enterprise Value/kg	32
5. STRATEGISK ANALYSE	33
5.1. PESTEL	33
5.1.1. Politikk som faktor.....	33
5.1.2. Økonomiske faktorer.....	34
5.1.3. Sosiale faktorer.....	35
5.1.4. Teknologisk.....	36
5.1.5. Miljømessig.....	37
5.1.6. Juridisk	38

5.2. PORTERS FIVE FORCES	38
5.2.1. Rivalisering.....	39
5.2.2. Trussel fra nyetableringer – inngangsbarrierer	40
5.2.3. Kundenes makt	41
5.2.4. Leverandørers makt.....	42
5.2.5. Substitutter.....	43
5.2.6. Oppsummering Porters five forces	45
5.3. VRIO ANALYSE	45
5.3.1. Offshore oppdrett – R&D.....	45
5.3.2. Verdikjede	46
5.3.3. Erfaring	47
5.3.4. Innsikt i produksjonen	47
5.3.5. Oppsummering VRIO analyse.....	47
5.4. SWOT ANALYSE	48
6. REGNSKAPSANALYSE.....	49
6.1. LØNNSOMHET (RENTABILITETSANALYSER).....	50
6.1.1. Totalkapitalrentabilitet (R_{TK})	50
6.1.2. Egenkapitalrentabilitet (R_{EK})	52
6.1.3. Driftsmargin	53
6.2. LIKVIDITET	55
6.2.1. Likviditetsgrad 1	55
6.2.2. Likviditetsgrad 2	56
6.3. SOLIDITET.....	58
6.3.1. Egenkapitalprosent.....	58
6.3.2. Gjeldsgrad.....	59
6.3.3. Rentedeckningsgrad.....	61
7. FREMTIDIGE KONTANTSTRØMMER	62
7.1. INNTEKTSPROGNOSE	62
7.1.1. Laksepris.....	62
7.1.2. Slaktevolum.....	63
7.1.3. Driftsinntekter	64
7.2. KOSTNADSPROGNOSE.....	65
7.2.1. Varekostnader	65
7.2.2. Lønnskostnader.....	66
7.2.3. Andre driftskostnader.....	67
7.2.4. Oppsummering	68
7.3. AVSKRIVNINGER.....	69
7.4. SKATT	70
7.5. ARBEIDSKAPITAL (WC).....	70
7.6. INVESTERINGER (CAPEx)	72
7.7. OPPSUMMERING AV FCFE	73
7.8. TERMINALVEKST	74
8. AVKASTNINGSKRAV.....	75

8.1. AVKASTNINGSKRAV TIL EGENKAPITALEN.....	75
8.1.1. Risikofri rente.....	75
8.1.2. Regresjonsbeta	75
8.1.3. Fundamental beta.....	76
8.1.4. Justert beta	76
8.1.5. Markedsrisikopremie	77
8.1.6. Oppsummering av avkastningskrav til egenkapital (CAPM).....	77
8.2. AVKASTNINGSKRAV TIL TOTALKAPITAL.....	78
8.2.1. Markedsverdi av egenkapital	78
8.2.2. Egenkapitalkostnad	78
8.2.3. Markedsverdi av gjeld.....	79
8.2.4. Gjeldskostnad.....	79
8.2.5. Skatt	80
8.2.6. Oppsummering av avkastningskrav til totalkapitalen (WACC).....	80
9. VERDIBEREGNING.....	81
10. SENSITIVITETSANALYSE.....	82
10.1. PRIS.....	82
10.2. PRODUKSJONSVOLUM.....	83
10.3. WACC OG TERMINALVEKST.....	83
11. RELATIV VERDSETTELSE.....	84
PRICE/EARNINGS (P/E).....	84
PRICE/BOOK (P/B).....	85
ENTERPRISE VALUE/EBITDA.....	86
ENTERPRISE VALUE/KG.....	86
OPPSUMMERING AV RELATIV VERDSETTELSE	87
12. VERDIESTIMERING.....	88
13. KONKLUSJON.....	89
14. KRITIKK AV VERDSETTINGEN.....	90
KILDER.....	91
ÅRSRAPPORTER	96

1. Innledning og problemstilling

1.1. Oppgaven

Gjennom studieløpet på Universitetet i Stavanger har vi hatt mange interessante og lærerike fag. Forrige semester hadde vi verdsettelse og finansregnskap som valgfag, som vi syntes var veldig spennende. For å lære mer innenfor dette fagområdet valgt vi å skrive bacheloroppgaven vår om verdsettelse, hvor vi verdsatte en norsk operativ bedrift, slik at vi kunne kombinere den teoretiske kunnskapen med praksis.

Valg av bransje og bedrift tok litt tid, da vi ikke visste helt hva som var lurt å velge. Vi fant etter hvert ut at lakseoppdrett var et tema som interesserte oss begge, det er veldig aktuelt i dagens samfunn og en av Norges største eksportvarer. Etter at bransje var valgt, sto vi ovenfor valg av bedrift. Vi ville velge en bedrift som var børsnotert på Oslo børs, fordi de har krav om utfyllende rapportering av drift, og vi ønsket å finne en bedrift som hadde en enklere struktur med drift innen ett markedssegment. Ønsket om enklere struktur skyldes at det er lettere å verdsette en bedrift som driver innen en virksomhet kontra en bedrift med komplisert struktur som driver innen flere virksomheter. Vi bestemte oss for å verdsette bedriften SalMar. Selskapet er verdens nest største produsent innen oppdrettslaks, med flere spennende prosjekter planlagt for fremtiden.

Alle regnskapstall vi har brukt i oppgaven er hentet fra årsrapportene til selskapene. For SalMar har vi brukt årsrapporter fra 2012-2023, mens for Lerøy, Mowi og Grieg har vi bruk årsrapportene fra 2018-2023.

1.2. Problemstilling

Målet med denne oppgaven var å verdsette SalMar. Vi ønsket å estimere verdien av egenkapitalen til SalMar, for å kunne beregne aksjeprisen. Verdien til et selskap er konstant i bevegelse, vi har derfor valgt å forholde oss til en bestemt dato, som er 31. desember 2023. Vår konkrete problemstilling ble derfor:

Hva er aksjeprisen til SalMar per 31.12.23?

1.3. Fremgangsmåte

For å kunne gi ett godt svar på problemstillingen vår om hva aksjeprisen til SalMar var den 31.12.23, var det en rekke steg vi gikk igjennom. Først måtte vi bli kjent med selskapet og industrien. Deretter verdsette vi først ved å bruke den fundamentale verdsettelsesmetoden, som var en tidskrevende prosess. Det første vi gjorde i denne metoden var en strategisk og regnskapsmessig analyse. Ut fra funn av disse analysene av selskapet og sammenlignbare selskaper estimerte vi hvordan kontantstrømmene til SalMar ville se ut fem år frem i tid. I tillegg estimerte vi terminalvekst og WACC, for å kunne si hva den fundamentale aksjeprisen var. Deretter gjorde vi en relativ verdsettelse ved å bruke fire ulike multiplikatorer for selskapet og bransjen. Til slutt vektet vi de to ulike verdsettelse-metodene for å gi en endelig aksjepris av SalMar.

2. Selskapet

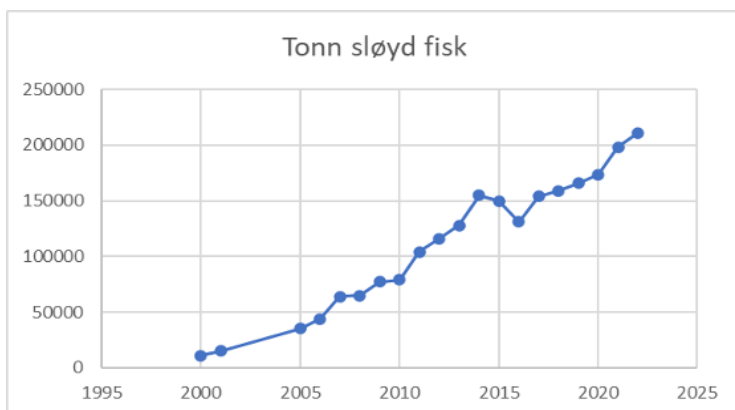
2.1. Historie

SalMar har vært en sentral aktør i fiskeindustrien gjennom mange år. Selskapet ble grunnlagt i 1991 på Frøya i Sør-Trøndelag. Opprinnelig startet de med bearbeiding av frossen laks, men kort tid etter oppstart utvidet de virksomheten til å inkludere fiskeoppdrett. Fire år senere tok SalMar skrittet videre og startet produksjon av settefisk, som er ungfisk og rogn produsert med formålet å bli flyttet til andre anlegg senere (Fiskedirektoratet, u.å.; SalMar, u.å.-b).

I samarbeid med Lerøy Seafood Group etablerte SalMar i 2001 bedriften Norskott Havbruk AS i Storbritannia, hvor begge selskapene eier 50% av aksjene. Fire år senere valgte SalMar å selge deler av virksomheten som ikke ble ansett som kjernevirksomhet, for å konsentrere seg om oppdrett, slakting og distribusjon av laks. Den 8. mai 2007 ble SalMar børsnotert (SalMar, u.å.-b).

I årene som fulgte, utvidet SalMar sin posisjon ved å kjøpe aksjer i ulike oppdrettsnæringer, inkludert selskaper som Volstand Seafood AS, Raumagruppen AS og Stettefisk AS. I 2017 ble Ocean Farm 1 introdusert som verdens første havmerd i Frohavet utenfor trøndelagskysten, og året etter ble det for første gang slaktet fisk på dette avanserte anlegget (SalMar, u.å.-b).

I 2021 inngikk SalMar et strategisk partnerskap med Aker gjennom SalMar Aker Ocean for å etablere et ledende globalt selskap innen offshore akvakultur. Ved å fusjonere med NTS, NRS og SalmoNor mot slutten av 2022, ble SalMar verdens nest største lakseprodusent, og dette markerer et betydelig steg i selskapets evolusjon og posisjonering i bransjen. Under er en tabell som viser økningen i tonn med sløyd fisk for SalMar fra 2000 til 2022, her ser man en ganske bratt stigning fra år til år, tallene er hentet fra deres nettside (SalMar, u.å.-b). I 2023 ble det sløyd over 200,000 tonn fisk i bedriften.



Figur 1. Sløyd fisk. Tall hentet fra: (SalMar, u.å.-b)

2.2. Verdikjede

Ved tradisjonelt oppdrett tar hele prosessen fra egg til ferdig produkt i gjennomsnitt 3 år. Forelderfiskene, kalt stamfiskene, produserer melke og rogn. Rognet fra hunnfisken befruktes av melken fra hannfisken og blir tatt vare på i en inkubator. De klekkes etter omtrent 60 dager, man omtaler da fisken som en yngel (Misund, 2023). Etter at rognen klekkes, får yngelen foring gjennom en plommesekk de er festet til. Når plommesekken er oppbrukt, er yngelen klar for å bli flyttet til større tanker. Disse tankene er plassert på land og blir kalt for fiskekar. Fiskekarene består av ferskvann som regelmessig blir byttet ut med friskt vann. Her er temperaturen viktig for å tilrettelegge for gunstige vekstvilkår for yngelen. Den optimale vanntemperaturen er mellom 10 til 14 grader. I alle fasene av laksens liv er temperatur på vannet og lysforhold avgjørende for vekstprosessen, altså hvor fort laksen vokser (Salmar, u.å.).

Ettersom settefisk har vokst til omtrent 80-100 gram begynner smoltifiseringen. Dette går ut på at settefisk blir flyttet fra karene på land til merder i sjøen, og omtales nå som smolt (Salmar, u.å.). Settefisk brukes som en fellesbetegnelse for rogn og fisk som er avlet opp med hensikt om å flytte de til andre lokasjoner (Fiskedirektoratet, u.å.). Merder er notposer som er festet til en flytekonstruksjon. Laksen blir værende i merdene frem til slakting, dette skjer vanligvis når den er mellom 4-5 kg (Nofima, 2023). Når laksen er på 4-5 kg slaktes den, og

selges (Salmar, u.å.). Hele 95% av laksen som produseres i Norge eksporteres til andre land (Finansdepartementet, 2019b).

2.3. Operasjon i andre land: Island og Skottland

SalMar er også en internasjonal aktør. SalMar ASA eier en markant andel på 52.48% av selskapet Arnarlax, Islands fremste selskap innen akvakultur (Arnarlax, u.å.-b). Med et klart mål om å styrke sin posisjon som ledende innen lakseoppdrett på Island, ble Arnarlax etablert i 2009 ettersom det var en stadig økende etterspørsel etter bærekraftig og høykvalitets sjømat.

Arnarlax har utviklet seg til å bli en nøkkelaktør på Island innenfor akvakultur, med strategisk plasserte anlegg over tre ulike områder på øya. Disse anleggene inkluderer ikke bare tre smoltanlegg, men også andre oppdrettsanlegg som bidrar til selskapets omfattende produksjonskapasitet og evne til å møte markedets behov (Arnarlax, u.å.-a). Arnarlax befinner seg fortsatt i en tidlig fase av sin utvikling, men har allerede implementert en rekke strategiske tiltak som forventes å gi betydelig bedre resultat på lang sikt (SalMar, u.å.-g).

Lerøy og SalMar er dessuten begge deleiere i det skotske oppdrettsfirmaet Scottish Sea Farms, der SalMar har en eierandel på 50% (SalMar, u.å.-g). Scottish Sea Farms setter stor vekt på å tilby førsteklasses råvarer, og fremhever at det er viktig for dem at kundene kan være trygge på at maten de kjøper kommer fra en pålitelig og kvalitetsbevisst kilde (Scottishseafarm, u.å.-a). Selskapet har en lang historie og ble etablert for femti år siden, med de siste tjue årene fokusert på oppdrett av fisk (Scottishseafarm, u.å.-b).

Scottish Sea Farms opererer fra fem ulike lokasjoner i Skottland: tre ved vestkysten på fastlandet, Orknøyene og Shetland, hvor forholdene er optimale for oppdrett av laks. Disse stedene er nøye valgt på grunn av det gunstige miljøet de tilbyr for laksens trivsel og vekst (Scottishseafarm, u.å.-b).

2.4. Mål og visjon

SalMar er et verdensledende selskap innen laks og oppdrettsnæring. For dem er det avgjørende at det alltid produseres førsteklasses råvarer, med fokus på menneskelig interesse og motivasjon. Deres ambisjon er å være ledende på verdensbasis når det gjelder laksproduksjon, med "Passion for Salmon" som sitt slagord (*Strategi og visjon*, u.å.).

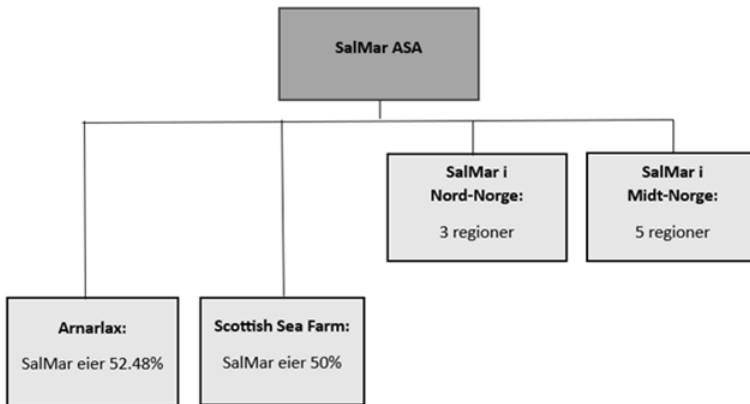
Selskapet legger stor vekt på bærekraftighet internt, med tanke på å sikre at kommende generasjoner kan nyte godt av de samme kvalitetsråvarene som vi gjør i dag. Dette oppnås blant annet ved å prioritere fiskens trivsel og velferd. SalMar er engasjert i å følge FNs bærekraftsmål 17 og aktivt bidrar til utviklingen av ny teknologi som reduserer det biologiske fotavtrykket (SalMar, u.å.-a).

I et samarbeid med Aker har de dannet SalMar Aker Ocean. I tillegg har de kjøpt opp Arctic Offshore Farming. Dette er oppdrettsanlegg som befinner seg langt til havs og skal gi laksen et miljø som ligner det naturlige, da laksen vanligvis kun kommer opp i elvene når de skal gyte (ArcticOffshoreFarming, u.å.). Målet til SalMar Aker Ocean er å produsere 150,000 tonn sløyd laks innen utgangen av 2030 (SalMarAkerOcean, u.å.).

2.5. Organisasjons struktur

SalMar eier omtrent halvparten av både Arnarlax på Island og Scottish Sea Farm i Skottland. Laksen som produseres av SalMar er derimot kun produsert i Norge. I Midt-Norge, har det unike miljøet, på grunn av Golfstrømmen, skapt optimale forhold for lakseoppdrett. SalMar har derfor spredd seg utover Midt-Norge og har aktiviteter i fem regioner. De opererer også i tre ulike regioner i Nord-Norge. Her har selskapet også en betydelig tilstedeværelse for laksen, spesielt i Troms og Finnmark, der de er ledende innen bransjen (SalMar, u.å.-g).

Selv om hovedproduksjonen foregår i Norge, distribueres SalMars produkter globalt. Med kunder i over 50 forskjellige land, opererer de med salgskontorer i Vietnam, Taiwan, Japan, Singapore og Sør-Korea (SalMar, u.å.-g).

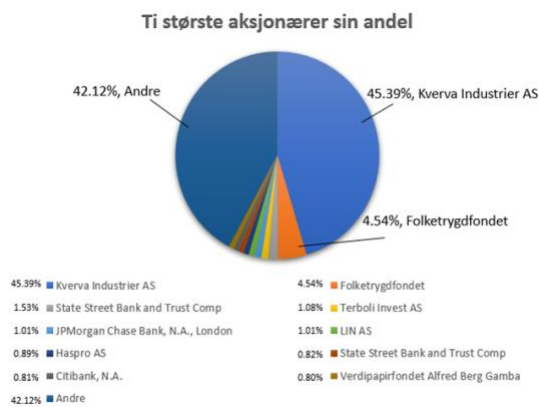


Figur 2. Organisasjons struktur. Info hentet fra: (SalMar, u.å.-g).

2.6. Eierstruktur

Mange interessenter har investert i SalMar, hvor de ti største investorene utgjør hele 57.88%, den største aksjonæren er Kverva Industrier AS, som eier 45.39% av selskapet (SalMar, u.å.-e). Kverva er et privat investeringsfirma som fokuserer på bærekraft og satser mye på den økende etterspørsel etter sjømat (Kvereva, u.å.). Den nest største aksjonæren er Folketrygdfondet, som eier 4.54%.

I tillegg har flere firmaer både i USA og Storbritannia investert i SalMar. Disse investeringene viser den internasjonale interessen og tilliten til selskapets potensial og vekstmuligheter (SalMar, u.å.-e).

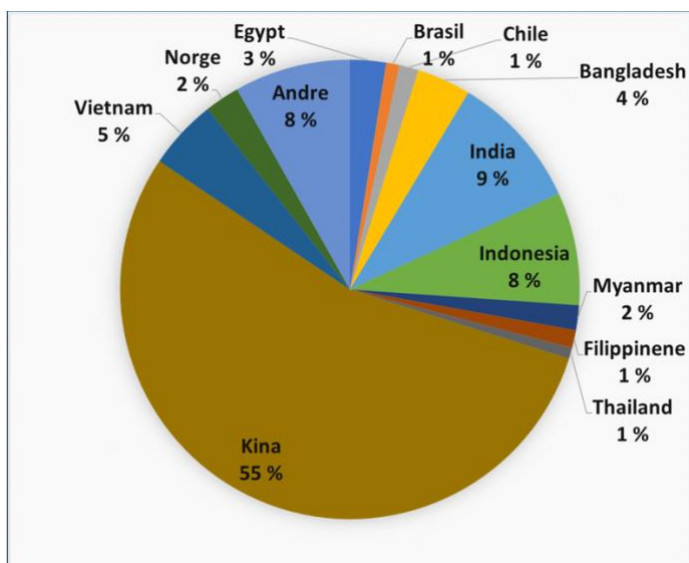


Figur 3. Ti største aksjonærer sin andel. Tall hentet fra: (SalMar, u.å.-e).

3. Fiskeoppdrett

Fiskeoppdrett er en form for akvakultur og havbruk, og innebærer å avle opp fisker i kontrollerte og lukkede omgivelser (Misund, 2023). Akvakultur innebærer oppdrett av fisk, samt dyrking av alger og planter. Foregår disse prosessene i ferskvann kalles det for akvakultur, mens akvakultur i sjøvann kalles havbruk (Misund, 2021).

Opprett av fisk har vært en næring i stadig vekst, fra oppstarten i Norge i 1970-årene. På verdensbasis er Asia den største produsenten av fiskeoppdrett (Miljøstatus, 2023). I Norge er det vanligst å drive oppdrett av atlantisk laks, sjørøye og regnbueørret. Ser man på disse tre artene i Norge, utgjør de 98,8% av all oppdrett av fisk (Misund, 2023).



Figur 4. Produsenter av oppdrett. Bildet hentet fra: (Misund, 2023)

Det finnes forskjellige måter å drive fiskeoppdrett på, blant disse er tradisjonelt fiskeoppdrett og landbasert fiskeoppdrett. De forskjellige metodene blir diskutert i de to neste underkapitlene.

3.1. Tradisjonell fiskeoppdrett

I Norge er den mest typiske formen for fiskeoppdrett ‘tradisjonelt oppdrett’. Dette går ut på å avle opp fisken i fiskekar på land, og deretter flytte den til merder i sjøen. Man skiller mellom åpne og lukkede merder i sjøen. I de lukkede merdene er fisken helt adskilt fra vannet utenfor, og friskt vann må pumpes inn og ut. I åpne merder derimot, er fisken inngjerdet, men vannet i sjøen flyter fritt gjennom merden. I Norge er det vanligst å bruke åpne merder i fiskeoppdrett (Nofima, 2023).

3.2. Fiskeoppdrett på land

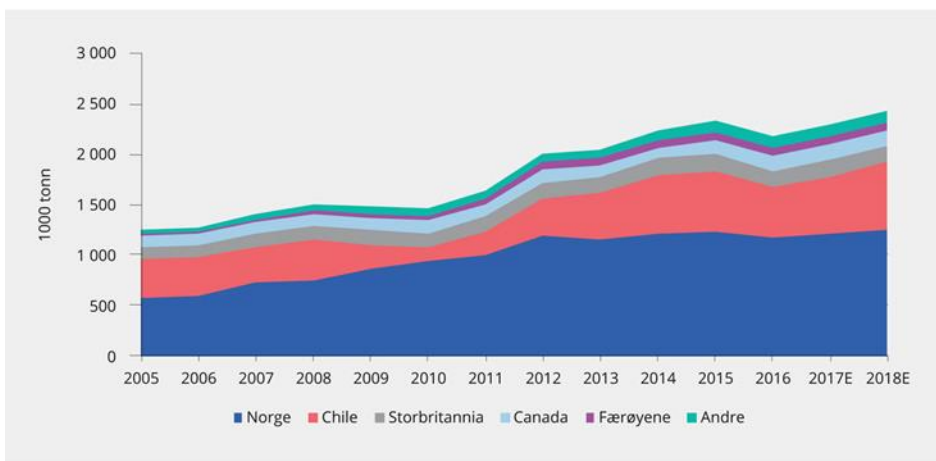
Fiskeoppdrett på land har blitt mer brukt den siste tiden og går ut på å holde fiskene i kar på land gjennom hele livssyklusen. Oppdrettsanlegg på land har fått betegnelsen RAS-anlegg (Resirkulerende Akvakultur Systemer). Anleggene gjenbraker vann, før vannet returneres til karet, gjennomgår det en rensing gjennom mekaniske og biologiske filtersystemer. Denne produksjonsmetoden er mer vannbesparende og bærekraftig. Antall RAS-anlegg har økt kraftig på grunn av disse fordelene (Skretting, u.å.). Hensikten med dette har vært mer kontrollerte vekstforhold, fordi man i landbaserte oppdrettsanlegg kan kontrollere temperaturen på vannet bedre, samt lysforholdene. Dette er som nevnt i kapittel 2.2, avgjørende faktorer for laksens vekst (Misund, 2023).

Fordeler med landbasert oppdrettsanlegg i forhold til tradisjonelle oppdrettsanlegg er at man kan avverge lakselus i karene, samt at man unngår at laksen rømmer. En annen fordel er at disse anleggene krever lite vann, og omtrent 95% av vannet i karene kan resirkuleres, noe som er bra for miljøet (Havforskningsinstituttet, 2023a).

3.3. Det globale markedet

Lakseoppdrett er en utbredt næringsvirksomhet i hele verden. På verdensbasis er produksjon av oppdrettslaks størst i Norge, men det er også stor produksjon på Færøyene, Chile, Storbritannia og Canada. Som nevnt ovenfor er det noen spesifikke forhold som må til for at lakseoppdrettene skal optimeres, blant annet temperaturen i vannet, og derfor er det begrenset hvilke land og områder som kan drive effektivt fiskeoppdrett (Finansdepartementet, 2019a).

Figuren nedenfor viser utvikling i global produksjon av oppdrett i de fem landene nevnt ovenfor, samt for andre land, fra 2005 til 2018 i 1,000 tonn. Fra denne figuren kan man se at lakseoppdrett er en næring i stor vekst spesielt i Norge og Chile (Finansdepartementet, 2019a).



Figur 5. Utvikling i global produksjon. Bildet hentet fra: (Finansdepartementet, 2019a).

3.4. Bærekraft og etikk

Fiskeoppdrett er en viktig og stor næring i Norge og resten av verden, og de senere årene har det blitt mer fokus på miljøhensyn og fiskens velferd. Ett av FNs bærekraftsmål er nummer 14 - livet i havet. Under dette målet har de fokus på at det må bli spist mer sjømat som er bærekraftig. En tredjedel av fiskebestanden er overfisket, som gjør bærekraftig fiskeoppdrett til en viktig ressurs for å mot kjempe dette (FN-sambandet, 2023b). Noen av de største ulempene med oppdrett i merder i sjøen er lakselus, rømming og forurensning

(Naturvernforbundet, 2020). Lakselus er en parasitt som henger på laks (og annen laksefisk som ørret og røye) og kan skade fisken, samt gjøre den sårbar for andre bakterier og infeksjoner. Forskning viser at andel lakselus i havet har vokst betraktelig samtidig som oppdrettsnæringen har økt. Oppdrettsanleggene påvirker det naturlige dyrelivet i sjøen blant annet ved at lakselusen kan spre seg fra oppdrettslaksen til villaksen i sjøen (Havforskningsinstituttet, 2021).

I tillegg til lakselus, rømming og forurensning, har det blitt et økt fokus på laksens velferd i oppdrettsanleggene. Forskning viser at en av fem laks i norske anleggene dør. I tillegg har laks i merder kun et lite område å oppholde seg på, i gjennomsnitt sies det at hver laks har et område på størrelse med et badekar med vann å oppholde seg på (Dyrevernalliansen, u.å.).

Det er en avgjørende faktor at folk i samfunnet velger å kjøpe fisk fra oppdrettere som prioriterer bærekraft og fiskens velferd. SalMar gjør en rekke tiltak for å sikre best mulig bærekraftig oppdrett. Med gode rutiner, behandlinger og bevisstgjøring har de klart å få ned både antall rømminger og lakselus bestanden i sine oppdrettsanlegg. I tillegg bruker ikke SalMar antibiotika i fisken sin, og har heller utviklet en vaksine som fisken får når den er veldig ung, for å forebygge mot sykdommer (SalMar, u.å.-a). SalMars nyskapende teknologi for oppdrett langt til havs gir fisken optimale forhold, da laksen naturlig trives best i slike miljøer. Dette anlegget er også mulig å senke, noe som hevdes å kunne reduserer lakselusen (ArticOffshoreFarming, u.å.).

4. Metode

4.1. Fundamental verdsettelse

I en fundamental verdsettelse verdsetter man et selskap ved hjelp av fundamentale karakteristika for selskapet. De viktigste inputene som trengs for å gjøre en slik analyse er kontantstrømmer, vekst i kontantstrømmene, avkastningskravet og risiko. Ved denne metoden må man beregne fremtidige kontantstrømmer og deretter diskontere de tilbake til nåverdi, da

får man en forventet verdi på selskapet (Damodaran, 2012). Formålet med den fundamentale verdsettelsen var å sette en verdi på selskapet ved hjelp av kontantstrømmene.

$$\text{Nåverdi} = \sum_{n=1}^n \left(\frac{CF_n}{(1+r)^n} \right)$$

CF = Kontantstrøm
n = Periode
r = avkastningskrav

Formel 1. Formel for nåverdi. Formel hentet fra: (Damodaran, 2012)

En fundamental verdsettelsesmodell innebærer to forskjellige metoder, egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden. I egenkapitalmetoden verdsetter man selskapet basert på bedriftens egenkapital, mens i totalkapitalmetoden tar man utgangspunkt i selskapets egenkapital og gjeld (Damodaran, 2012).

4.1.1. Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden i en fundamental verdsettelse går ut på å finne en verdi på egenkapitalen til selskapet. Her beregnes kontantstrømmene til egenkapitalen, og diskonteres tilbake til nåtid ved bruk av et egenkapitalavkastningskrav. Ved å summere de diskonterte kontantstrømmene, finner man en estimert verdi på egenkapitalen. For å finne selskapets aksjepris deler man verdien på egenkapitalen på antall utestående aksjer (Damodaran, 2012).

Verdi per aksje = FCFE / antall utestående aksjer

4.1.1.1. Kontantstrøm til egenkapitalen (FCFE)

Kontantstrøm til egenkapital er kontantstrøm til aksjonærene, etter at gjeldsbetalinger og reinvesteringer har blitt betalt (Damodaran, 2012).

$$\begin{aligned} \text{Kontantstrøm til egenkapital} &= \text{Netto inntekt} - (\text{Kapitalutgifter} - \text{Avskrivninger}) \\ &- (\text{Endring i ikke kontant arbeidskapital}) + (\text{Ny gjeld utstedt}) \\ &- \text{Nedbetaling av gjeld} \end{aligned}$$

Formel 2. Kontantstrøm til egenkapitalen. Formel hentet fra: (Damodaran, 2012)

4.1.1.2. Egenkapitalavkastningskravet

Egenkapitalavkastningskravet er diskonteringsrenten som blir brukt i egenkapitalmetoden for å diskontere kontantstrømmene tilbake til nåverdi. Avkastningskravet bør være høyere for mer risikofylte investeringer, enn for investeringer med lavere risiko.

Kapitalverdimodellen (Capital Asset Pricing Model, CAPM) er den mest brukte modellen for å beregne avkastningskravet. Det er en teoretisk modell som beskriver sammenhengen mellom forventet avkastning og systematisk risiko. Den brukes til å beregne avkastningskravet til en investor, og er en av grunnpilarene i moderne finans. Dette skyldes at den er enkel å bruke og man trenger lite input for å bruke den (Damodaran, 2012). Ideen bak CAPM er at investorer skal bli kompensert for den systematiske risikoen de pådrar seg ved å investere i selskapet. Kapitalverdimodellen tar bare hensyn til den systematiske risikoen, ikke den usystematiske (Corporatefinanceinstitute, u.å.). Den systematiske risikoen, også kjent som markedsrisiko, er en udiversifiserbar risiko som rammer hele markedet, ikke bare en enkelt bedrift. Eksempler på slik risiko er naturkatastrofer og inflasjon. Usystematisk risiko, også omtalt som selskapsrisiko, er en diversifiserbar risiko som bare rammer en eller få bedrifter, ikke hele markedet. Eksempler på slik risiko er operasjonell risiko (Finanssans, 2023b). Kapitalverdimodellen tar bare hensyn til den systematiske risikoen ettersom det er vanskelig å diversifisere bort denne da den påvirker hele markedet, mens den usystematiske risikoen kan diversifiseres bort i en portefølje med flere selskaper.

$$E(r) = R_f + \beta_i * (R_m - R_f)$$

$E(r)$ = Avkastningskravet
 R_f = Risikofri rente
 β_i = Beta
 R_m = Markedsrisiko

Formel 3. Kapitalverdimodellen. Formel hentet fra: (Damodaran, 2012)

Ovenfor ser vi formelen for kapitalverdimodellen, den består av risikofri rente, beta, og markedsrisikopremie (Finanssans, 2023a).

Risikofri rente

Renten på en investering som antas å ikke ha noe risiko kalles en risikofri rente. For å kunne omtale en rente som risikofri er det noen krav som må være oppfylt; den forventede avkastningen man får på en risikofri investering må være lik den faktiske avkastningen man får. I tillegg kan det ikke være noen misligholdsrisiko forbundet med investeringen. Hvis man investerer i et selskap, og det ikke er 100% sikkerhet for å få pengene tilbake på avtalt tidspunkt, er det misligholdsrisiko, og investeringen er ikke risikofri. For at en rente skal være risikofri, kan det heller ikke forekomme reinvesteringsrisiko. Dette går ut på at man ikke kan reinvestere mottatt utbyttet eller rente til samme avkastning som man hadde. Det er imidlertid vanskelig å utelukke reinvesteringsrisiko totalt (Damodaran, 2012).

Vanligvis blir statsobligasjoner brukt som en risikofri rente, men i noen land, spesielt U-land, kan man ikke bruke statsobligasjoner som et mål på risikofri rente. I denne oppgaven derimot, tar vi utgangspunkt i norske statsobligasjoner som et mål på risikofri rente.

Beta

Beta er et mål på den systematiske risikoen, altså markedsrisikoen. Dette målet sier noe om aksjens samvariasjon med aksjemarkedet eller en markedsindeks. Betaen til selskaper vil normalt gå mot 1, det vil si at aksjen beveger seg likt som markedsindeksen, ettersom markedsindeksen alltid er lik 1 (Damodaran, 2012).

I kapitalverdimodellen ser man at jo høyere betaen er, jo høyere blir selskapets avkastningskrav. Dette skyldes at vi multipliserer risikopremien og den risikofrie renten med betaen. Altså vil investorer kreve høyere avkastning dersom de pådrar seg mer risiko ($\beta > 1$) (Finanssans, 2023a). I en fundamental verdsettelse er de mest anvendte formene for beta fundamental beta og regresjonsbeta.

Regresjonsbeta

Regresjonsbeta beregner beta ved å se på selskapets historiske avkastning sammenlignet med markedsavkastning i samme periode.

$$\beta = \frac{\text{Cov}(r_e, r_m)}{\text{Var}(r_m)}$$

β = Beta
 $\text{Cov}(r_e, r_m)$ = Kovariansen mellom investering og marked
 $\text{Var}(r_m)$ = Variansen til markedet

Formel 4. Regresjonsbeta. Formel hentet fra: (Finanssans, 2023a)

Regresjonsbetaen er ikke en optimal metode for å beregne et selskaps beta ettersom den har høy standardfeil. Standardfeil er et mål på hvor presist estimatet er, med høy standardfeil er man altså usikker på hvor nøyaktig estimatet er.

Et annet problem med regresjonsbeta er at den tar utgangspunkt i historisk forretningsmiks og historisk gjeldsgrad, istedenfor nåværende situasjon. Regresjonsbetaen er derfor ikke alltid representativ for fremtiden.

Fundamental beta

Fundamental beta, også kalt «bottom-up beta», er en annen metode for å regne ut et selskaps beta på som ikke avhenger av historiske tall. I denne metoden trenger vi tre fundamentale faktorer; forretningsområde bedriften er i, kostnadsstruktur og finansiell struktur (Damodaran, 2012).

Fundamental beta går ut på å sammenligne liknende selskaper, og komme frem til et estimat av betaen til bedriften vår som er mer presist og relevant fordi man ikke bruker historiske tall.

Fremgangsmåte – «bottom-up beta»

1. Kartlegge bedriftens forretningsområde(r)
2. Finne sammenlignbare selskaper, og regne ut gjeldspåvirket beta for de enkelte forretningsområdene hver for seg. Fjerner så gjeldspåvirkningen ved å bruke formelen:

Gjeldupåvirket beta for virksomhet

$$= \frac{\text{gjennomsnittlig beta på tvers av børsnoterte firmaer}}{(1 + (1 - \text{skattesats}) * (\text{gjennomsnittlig } \frac{D}{E}))}$$

Formel 5. Gjeldsupåvirket beta. Figur hentet fra: (Damodaran, 2012).

(Regner ut med denne formelen for hver av forretningsområdene).

3. Ønsker å ende opp med en beta, ikke flere, derfor finner vi vektet for de ulike forretningsavdelingene ved å se hvor mye som stammer fra hvert område.
4. Regner ut et vektet gjennomsnitt for gjeldsupåvirket beta fra forretningsområdene i steg 2, og bruker vektene fra steg 3.
5. Legger på gjeldspåvirkning på beta estimatet, ved hjelp av formelen for gjeldspåvirket beta nedenfor (Damodaran, 2012).

$$\beta_L = \beta_U * (1 + (1 - t) * \left(\frac{D}{E}\right))$$
$$\beta_U = \frac{\beta_L}{(1 - (1 - t) * \left(\frac{D}{E}\right))}$$

β_L = Gjeldspåvirket beta
 β_U = Gjelds-upåvirket beta
 t = Skattesats
 D = Gjeld
 E = egenkapital

Formel 5. Gjeldspåvirket og gjeldsupåvirket beta. Formel hentet fra: (Damodaran, 2012)

Fordelene med denne metoden sammenlignet med regresjonsbetaen er at man får et mye mer presist estimat av betaen, altså lavere standardfeil. Standardfeilen blir lavere jo flere selskaper man ønsker å sammenligne bedriften med. I tillegg tar bottom-up beta hensyn til endringer i både forretningsmiksen og den finansielle gjeldsgraden til selskapet vårt, noe som gjør dette estimatet mye mer presist enn regresjonsbeta. Ved fundamental beta trenger man ikke historiske data, og dette åpner muligheten for å estimere bottom-up beta for selskaper som ikke har historiske tall (Damodaran, 2012).

Markedsrisikopremie

Markedets risikopremie er $R_m - R_f$, altså forventet markedsavkastning minus risikofri rente. Med andre ord representerer markedets risikopremie den ekstra avkastningen en investor får ved å investere i selskapet istedenfor å investere i en statsobligasjon, som er risikofri (Damodaran, 2012).

4.1.2. Totalkapitalmetoden

I totalkapitalmetoden verdsettes hele selskapet, både egenkapitalen og gjelden. I likhet med egenkapitalmetoden diskonteres kontantstrømmene til totalkapitalen tilbake til nåtid og summeres, ved hjelp av et totalkapitalavkastningskrav. Forskjellen er at i totalkapitalmetoden verdsettes kontantstrømmene til både aksjonærene, kreditorene og eventuelle foretrukne aksjonærer (Damodaran, 2012).

Ved bruk av totalkapitalmetoden analyserer vi hvordan endringer i gjeldsgraden kan påvirke en bedrift. Økt gjeld kan i visse tilfeller bidra til å øke bedriftens verdi og lønnsomhet, mens i andre tilfeller kan det føre til en reduksjon i verdien (Damodaran, 2012).

4.1.2.1. Kontantstrøm til totalkapitalen (FCFF)

Kontantstrøm til totalkapitalen er summen av kontantstrømmene til alle aksjonærene, kreditorene og eventuelle andre interessenter i bedriften. Det finnes to ulike måter å regne ut kontantstrøm til totalkapitalen på. Metoden vi har valgt er presentert i formel 7, hvor man tar utgangspunkt i driftsresultatet etter skatt korrigert for avskrivninger, investeringer og endring i arbeidskapital (Damodaran, 2012).

Kontantstrøm til totalkapitalen

$$\begin{aligned} &= \text{Driftsresultat etter skatt} + \text{Avskrivning} - \text{Investeringer} \\ &\pm \text{Endring i arbeidskapital} \end{aligned}$$

Formel 6. Kontantstrøm til totalkapitalen. Formel hentet fra: (Damodaran, 2012)

4.1.2.2. Totalkapitalavkastningskravet

Avkastningskravet til totalkapitalen kalles WACC og står for “Weighted average cost of capital”. WACC reflekterer kostnadene knyttet til både egenkapitalen og gjelden til et selskap, og sier noe om avkastningen investorer krever å få for å investere i selskapet. I likhet med egenkapitalavkastningskravet (CAPM), vil totalkapitalavkastningskravet (WACC) være høyere jo større risiko som er knyttet til investeringen. Det kan skyldes at gjelden blir sett på som risikabel, og investorene vil kreve høyere avkastning for å bli kompensert for den høye risikoen (Hargrave, 2024).

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

E = markedsverdi egenkapital
D = markedsverdi gjeld
re = egenkapitalkostnad
rd = gjeldskostnad
t = selskapsskatt
D + E = markedsverdi av totalkapital

Formel 7. Totalkapitalavkastningskravet (WACC). Formel hentet fra: (Hargrave, 2024)

4.1.3. Terminalverdi

Terminalverdien måler nåverdien av alle kontantstrømmene etter den eksplisitte diskonteringsperioden. I en verdsettelse antar man at et selskap potensielt kan leve evig. Det er vanskelig å beregne kontantstrømmer for evig tid, og vi har derfor modeller som kan hjelpe oss med dette (Damodaran, 2012).

$$\text{Verdi av firmaet} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{\text{Terminal verdi}}{(1+r)^n}$$

CF_t = Kontantstrøm i år t
r = Avkastningskrav

Formel 8. Verdi av firmaet. Formel hentet fra: (Damodaran, 2012)

I den første delen av brøken diskonteres kontantstrømmene fra den eksplisitte budsjetteringsperioden tilbake til nåtid. Denne eksplisitte budsjetteringsperioden strekker seg vanligvis over 5 til 10 år. Terminalverdien representerer verdien på et senere tidspunkt, etter at selskapet har nådd en stabil vekstfase, og den blir diskontert til nåverdien.

Formelen for terminal verdien er vist nedenfor.

$$Terminalverdi = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{CF_{t+1} * (1 + g)}{r - g} \quad \begin{array}{l} r = \text{Avkastningskrav} \\ g = \text{Terminalvekst} \end{array}$$

Formel 9. Terminalverdi. Formel hentet fra: (Damodaran, 2012)

Vi har tre metoder for å regne ut terminalverdi; stabil vekstmodell, avviklingsmodellen og multippel basert.

Avviklingsmodellen

I avviklingsmodellen antar man at selskapet vil avslutte sin virksomhet etter den eksplisitte budsjetteringsperioden, altså i terminal året. Deretter beregner man verdien av selskapets eiendeler basert på hva andre potensielle kjøpere vil være villige til å betale. Denne tilnærmingen passer best for selskaper som har eiendeler som enkelt kan selges separat, og hvor det er enkelt å fastslå markedets verdi for disse eiendelene (Damodaran, 2012).

Multippelbasert

For å regne ut terminal verdi ved bruk av multippelbasert metode, legger man til en multiplikator til bedriftens inntekter det året. For å velge riktig multiplikator må vi analysere sammenlignbare selskaper eller vurdere fundamentale verdier. Dette kan føre til en problematisk blanding av fundamental og relativ verdsettelse. Derfor, selv om multiplikatorbasert metode er enkel å anvende, er den ikke nødvendigvis et godt alternativ (Damodaran, 2012).

Stabil vekstmodell

Dersom man forutsetter at selskapet vil opprettholde driften etter den eksplisitte budsjetteringsperioden, altså ved å reinvestere deler av kontantstrømmene og opprettholde en stabil vekst på ubestemt tid, blir den stabile vekstmodellen et passende alternativ for å beregne terminalverdien. Formelen for denne modellen er presentert i formel 11 (Damodaran, 2012).

$$\text{Terminal verdi} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{CF_{t+1}}{(1+r)^t}$$

Formel 10. Terminalverdi. Formel hentet fra:(Damodaran, 2012)

En sentral faktor i den stabile vekstmodellen er vekstraten. Mens en bedrifts vekst kan variere betydelig gjennom dens levetid, kan den stabile veksten ikke overstige veksten i bruttonasjonalprodukt (BNP). Dersom den stabile veksten settes høyere enn BNP, vil bedriften på lang sikt bli større enn økonomien som helhet, noe som ikke er realistisk (Damodaran, 2012).

4.2. Relativ verdsettelse

I en relativ verdsettelse tar man hensyn til vekst, kontantstrøm og risiko for å bestemme verdien av eiendeler. Dette innebærer å sammenligne eiendelene med lignende eiendeler i andre selskaper, og hvordan de er priset. Det første man starter med i en relativ verdsettelse, er å standardisere prisene ved å omgjøre dem til multipler basert på regnskapsmessige størrelser som bokverdi, omsetning eller overskudd. Deretter identifiseres sammenlignbare selskaper med det selskapet som skal verdsettes. For et selskap å betraktes som sammenlignbart, må det ha lignende vekstutsikter og risikoprofil (Damodaran, 2012).

Relativ verdsettelse er en velkjent metode som ofte foretrekkes på grunn av sin effektivitet og enklere tilnærming sammenlignet med fundamentale verdsettelsesmetoder. Denne tilnærmingen tar betydelig mindre tid å gjennomføre enn en grundig analyse basert på diskonterte kontantstrømmer. I tillegg er relativ verdsettelse enklere å forklare og presentere

for kunder, noe som gjør den populær blant investorer og finansielle rådgivere (Damodaran, 2012).

Ved å sammenligne målbedriftens verdier med lignende selskaper i markedet, gir relativ verdsettelse et innblikk i hvordan markedet vurderer selskapet for øyeblikket. Resultatet er en verdsettelse som er mer i tråd med markedets realiteter og derfor ofte gir en høyere verdi sammenlignet med mer teoretiske tilnærminger basert på diskonterte kontantstrømmer (Damodaran, 2012).

4.2.1. Multipler

De vanligste multiplene å bruke under en relativ verdsettelse er pris i forhold til overskudd (P/E), pris i forhold til bokverdi (P/B) og Enterprise Value (EV)/EBITDA. I tillegg til disse er det også vanlig å bruke EV/kg når det er ett oppdrettsfirma som verdsettes.

4.2.2. Price/Earning (P/E)

P/E multiplere beregnes ved å ta prisen og dele den på resultatet til ett selskap. En høy P/E sammenlignet med de andre selskapene kan fortelle at en aksje er høyt priset, mens en lavere P/E i forhold til de andre selskapene sier at en aksje kan være billig (Murphy, 2024).

$$P/E \text{ ratio} = \frac{\text{Gjeldende pris}}{\text{Siste resultat per aksje}}$$

Formel 11. Price/Earnings ratio. Formel hentet fra: (Damodaran, 2012)

4.2.3. Price/Book (P/B)

Denne multiplere blir brukt for å sammenligne bokført verdi og markedsverdien av aksjene. Om en P/B er bra kommer an på hvordan P/B ratio sammenlignbare selskaper i bransjen har, men som regel sier man at en P/B på under 1.0 er bra (Fernando, 2024c).

$$P/B \text{ ratio} = \frac{\text{Markedsverdi per aksje}}{\text{Bokverdi per aksje}}$$

Formel 12. Price/Book ratio. Formel hentet fra: (Damodaran, 2012)

4.2.4. Enterprise Value/EBITDA

Enterprise Value (EV), altså verdien av selskapet, er ofte brukt istedenfor markedsverdien da EV også tar gjeld i betraktning (Zakamulin, 2020). EBITDA er resultatet før avskrivningen, og gir derfor bedre estimat av kontantstrømmen til selskapet (R, u.å.). Om selskapet man verdsetter har en god verdi, kommer an på sammenlignbare selskaper sin multiple, men som regel er selskaper som er under 10 regnet som bra (Zakamulin, 2020).

$$EV/EBITDA = \frac{(\text{Markedsverdi EK} + \text{Markedsverdi Gjeld} - \text{Kontanter})}{EBITDA}$$

Formel 13. Enterprise value/EBITDA. Formel hentet fra: (Damodaran, 2012)

4.2.4. Enterprise Value/kg

En multiple som er brukt mye blant fiskeoppdrett er EV/kg. Dette multiple viser sammenhengen mellom selskapets verdi, og antall kilo slaktet fisk. Som oftest vil høy EV/kg bety at aksjen er dyr, mens lav EV/kg betyr ofte at aksjen er billig (Berge, 2013).

$$EV/KG = \frac{(\text{Markedsverdi EK} + \text{Markedsverdi Gjeld} - \text{Kontanter})}{\text{Antall kg sløyd fisk}}$$

Formel 14. Enterprise value/kg. Formel hentet fra: (Berge, 2013)

5. Strategisk analyse

I dette kapittelet skal vi gjennomføre fire analyser for å kartlegge hvordan interne og eksterne faktorer påvirker bransjen og SalMar. Vi skal bruke PESTEL og Porters five forces til å utforme VRIO og SWOT analysene i kapittel 5.3 og 5.4.

5.1. PESTEL

PESTEL-analysen tar for seg de eksterne faktorene: politisk, økonomisk, sosialt, teknologisk, miljømessig og juridisk, som påvirker bedriften. Ved å gjennomføre denne analysen får vi et overblikk over hvordan bransjen, kundene, virksomheten og brukerne blir påvirket av de seks faktorene.

5.1.1. Politikk som faktor

Krigen

I 2022 ble eksporten av fisk til Ukraina og Hviterussland, samt smolt- fôr som skulle sendes til Russland, stoppet på grunn av krigen (Egeness, 2022). Samme år donerte SalMar 160,000 porsjoner laks til Ukraina, til en samlet verdi av 1.7 millioner kroner. Krigen har også ført til utfordringer med å skaffe råvarer til fiskefôr (SalMar, 2023). På senere tidspunkt har Ukraina økt sitt kjøp av fisk betydelig. De har nå blitt den 17. største kjøperen av norsk fisk og har importert norsk fisk for over 1 milliard kroner (Furuset, 2023).

Skatt

I tillegg til den vanlige bedriftsskatten, ble det i 2023 innført en grunnrenteskatt for fiskeoppdrett med en sats på 25%. Denne grunnrenten er kort fortalt beregnet utfra avkastning av naturressurser. Ordet stammer fra det engelske begrepet «ground rent», som tidligere ble brukt for å beskrive inntektene som ble generert fra eierskap til landbruksjord. Konkret refererte dette til betalingen – vanligvis i form av penger – som jordeieren mottok fra den som brukte jorden. På norsk kalles dette ofte forpaktningssavgift eller jordleie. Beskatning av

grunnrente i havbrukssektoren bygger på ideen om at havbruksnæringen oppnår økonomisk gevinst fra naturressurser som tilhører samfunnet som helhet (Johansen, 2023).

På grunn av konsesjonskrav og naturgitte begrensninger opplever denne industrien ikke den samme typen konkurranse som andre næringer. Dette resulterer i færre selskaper som entrer markedet og derfor skaper mindre konkurranse (Skonhoft, 2023).

Oppdrettsnæringen er en industri med mye høyt overskudd av flere grunner, blant annet på grunn av beskyttelse mot konkurranse og gratis tilgang til fjordene. Imidlertid, på grunn av skadene den påfører miljøet, som lakselus, rømming av oppdrettsfisk og andre faktorer, mener mange at det er rimelig å pålegge en skatt på denne næringen (Skonhoft, 2023).

5.1.2. Økonomiske faktorer

Lakseprisen



Figur 6. Historisk gjennomsnittspris av laks. Tall hentet fra: (Fish Pool, u.å.-b)

Hvordan resultatet til bedrifter i oppdrettsnæringen blir, avhenger av hvordan prisene er i markedet. Som vist i grafen kan man se en langsiktig vekst i prisen i løpet av ti år, hvor den har gått opp fra 40.30 kr i 2014 til ett så langt gjennomsnitt på 111.27 kr til mars 2024 (Fish Pool, u.å.-b).

Det vises ett lite dropp i prisene rundt 2020. Dette kan antas er grunnet Covid19, som blant annet gjorde det vanskelig for eksport.

Fra 2021 har prisene vokst ganske bratt, ifølge FishPool sine forward-price vil prisene gå litt ned i slutten av året og gi ett totalt gjennomsnitt i 2024 på 103.85kr (Fish Pool, u.å.-a). Dette er ett snitt som er høyere enn året før med 94.1kr (Fish Pool, u.å.-b).

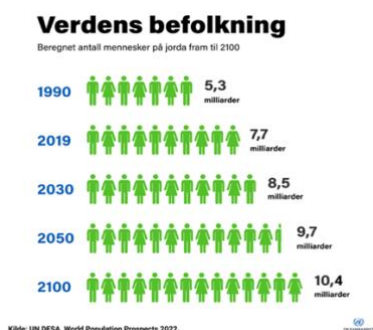
Valuta

SalMar er ett selskap som har veldig mye eksport, da de selger fisk til over 50 forskjellige land (SalMar, u.å.-g). SalMar får inntektene fra salgene i den valutaen som hører til det landet fisken blir solgt i. Kronekursen har blitt svakere siden 2014, noe som kan ha bakgrunn i at oljeprisen gikk kraftig ned i 2014, men også av globale faktorer som en uvanlig sterk dollar (Lea, 2023). Med dårlig kronekurs er det lønnsomt å drive med eksport.

5.1.3. Sosiale faktorer

Befolkningsveksten har gått ned siden toppene på 1960- og 1970-tallet. De siste årene har veksten vært under 1%. FN forventer likevel at verdensbefolkningen vil øke fra anslagsvis 8 milliarder mennesker i 2022 til 10.4 milliarder mennesker i 2080.

Reduksjonen i fattigdom har bidratt til at folk får færre barn. Økt velstand og bedre tilgang til utdanning for kvinner har ført til at færre ønsker å få mange barn, da de ikke lenger trenger å føde mange barn for å sikre at noen av dem vokser opp (FN-sambandet, 2023a).



Figur 7. Befolkningsvekst. Bildet hentet fra: (FN-sambandet, 2023a).

Trend på konsum av sjømat

Fra 2003 til 2022 har mengden spist fisk per nordmann gått ned med omtrent 11%. Kun fire av ti nordmenn sier de spiser det helsemyndighetene anbefaler, altså to eller flere dager i uken med fisk. Det er mye som kan tyde på at dette har en sammenheng med økende pris på fisk. Fra 2015 til 2022 har prisene på fisk og skalldyr gått opp med 36.3%, dette kan være på grunn av en svak krone, som har ført til mer eksport og derfor høyere priser på fisk i landet (Norges Sjømatråd, 2023b).

SalMar er en stor eksportør av laks til Asia, hvor majoriteten av befolkningen i verden bor, og hvor forbruket av fisk er høyest globalt sett (Intrafish, 2012). Et av SalMars hovedkontorer ligger i Sør-Korea. Myndighetene i Sør-Korea ønsker å øke konsumet av laks blant sin befolkning, spesielt norsk laks. De har blant annet engasjert kjendiser til å promotere økt inntak av fisk, noe som har vist seg å være effektivt (Norges Sjømatråd, 2023a).

5.1.4. Teknologisk

Offshore oppdrett

I dag er det vanlig at oppdrettsanlegg befinner seg i fjordene. Imidlertid kan denne praksisen, med økende rømminger og parasittangrep, potensielt ha negative konsekvenser for lokalmiljøet og villaksen. Offshore oppdrett representerer en ny teknologisk tilnærming hvor oppdrettsanlegg plasseres langt til havs. Dette gir fisken et større habitat, reduserer risikoen for parasitter og gir muligheten for at fisken kan dykke dypere etter hvert som den vokser. Samtidig blir mindre fisk beskyttet mot farlige havstrømmer. Ocean Farm 1, eid av SalMar, er verdens første offshore-oppdrettsanlegg og representerer et banebrytende skritt i bransjen (BusinessNorway, 2024).

Lakselus forebyggende teknologi

Luselarvene trives vanligvis nær overflaten av vannet, og denne egenskapen kan utnyttes til å utvikle teknologi som skiller laks fra lakselus. En metode som er blitt utforsket er bruken av

en plankton-duk. Denne duken fungerer som et skille mellom laksen og lakselusen. En ulempe med denne metoden er at det lett kan gro alger på plankton-duken. Imidlertid, ved å innføre bobler i vannet, kan man skape et miljø med tilstrekkelig oksygen og optimale forhold for laksen. Forskning antyder at dette tiltaket kan redusere forekomsten av lakselus med opptil 80% når det brukes riktig (Fagerbakke, 2023).

En alternativ metode for å forebygge lakselus er å senke hele merden, da lakselusen ikke trives i for dyp vann. Dette kan imidlertid skape utfordringer for laksen, da det kan være utilstrekkelig oksygen på dypet, og de ikke får fylt svømmeblæren. For å løse dette problemet kan det være nødvendig med tiltak som sikrer et godt miljø i havet rundt merden, samt å introdusere en egen luftkuppel som følger med merden når den senkes ned. Dette kan bidra til å skape bedre forhold for fisken, slik at den trives selv på større dyp (Fagerbakke, 2023).

5.1.5. Miljømessig

Lakselus og Perlesnormanet

Det er særlig lus og maneter som kan skade fisken. Når produksjonen i oppdrettsnæringen øker, følger en økning i antall lakselus. Dette er naturlige parasitter som angriper både villaks og oppdrettslaks. Lakselus kan svekke laksen og gjøre den til et lett bytte for andre fisker, eller sårene de forårsaker kan føre til fiskenes død (NINA, u.å.).

Perlesnormaneten er en art som kan bli over 30 meter lang og hovedsakelig lever i Middelhavet og Stillehavet. Den ble først oppdaget i Norge i 1997, men har de siste årene økt i antall langs kysten. Perlesnormaneten utgjør ingen direkte fare for mennesker, men den kan være dødelig for fisk. Den kan forårsake sår og stress hos fisken, noe som kan føre til alvorlige skader (Havforskningsinstituttet, 2023b).

Rømming

Det er mange ulike grunner til at fisken klarer å rømme fra oppdrettsanleggene. Det kan være i forbindelse med for eksempel fjerning av lakselus, fiskeuttak, eller slitt utstyr. Når fisken rømmer, drar den ofte opp i elver for å gyte, noe som er problematisk da det kan føre til at

villaksen blir mindre robust. I 2023 hadde totalt 16,816 fisk rømt, hvorav 15,304 av dem var regnbueørret og de andre 1,512 var laks (Barentswatch, 2024).

5.1.6. Juridisk

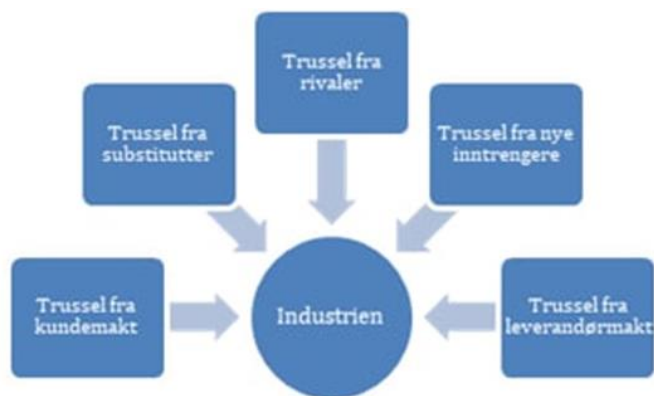
Akvakulturloven

Akvakulturloven har som formål å sikre at produksjonen av vannlevende dyr og planter drives på en måte som ivaretar både lønnsomheten og miljøet på en forsvarlig måte. For at en oppdrettsnæringsbedrift skal være lovlig, må den oppfylle ulike krav. Disse inkluderer å inneha en akvakulturtillatelse, ta hensyn til miljøet, samt å følge andre generelle krav og forpliktelser.

Tillatelse til å drive akvakultur gis kun dersom bedriften oppfyller kravene fastsatt i Lov om akvakultur, spesifikt nevnt i "§6. Generelle vilkår for tildeling av akvakulturtillatelse". Denne paragrafen fastslår at bedriften må drive sin virksomhet på en miljømessig forsvarlig måte, oppfylle kravene til arealbruk, og følge andre generelle vilkår angående matproduksjon, avfallshåndtering og beskyttelse av vassdrag (Akvakulturloven, u.å.).

5.2. Porters five forces

Porters five forces er en strategisk modell som brukes for å kartlegge aktiviteten i en sektor. Bedrifter bruker strategien for å undersøke konkurransesituasjonen i et marked, samt som et grunnlag for strategisk planlegging og beslutningstaking (Danao, 2024). Målet med å analysere konkurransesituasjonen og aktiviteten i et marked, er å oppnå et konkurransefortrinn ved å utvikle en strategisk posisjonering i forhold til fem ulike konkurransefaktorer. De fem faktorene er vist i figuren 8.



Figur 8. Porters Five Forces. Bildet hentet fra: (Lervoll, u.å.)

Dette er faktorer som påvirker hver industri, men i ulik grad. Fordelene med Porters five forces er at bedrifter kan ta mer informerte valg angående videre drift, samt identifisere områder i bedriften som kan forbedres, og utvikle en bedre strategi for å styrke deres posisjon i markedet (Mindtools, u.å.).

5.2.1. Rivalisering

Graden av rivalisering i en industri avhenger av ulike forhold som pris, kvalitet, markedsføring og service. Størst konkurranse oppstår når produktene til ulike aktører er (1) relativt homogene, (2) forbrukerne har mange valgalternativer, (3) industrien har lav vekst, (4) det er høye faste kostnader innad i industrien, og (5) det er høye utgangsbarrierer (Angwin et al., 2017). Stor konkurranse i en industri vil føre til lavere lønnsomhet i bransjen, dette skyldes at lavere pris hos en aktør kan smitte over til andre aktører og føre til generelt lavere priser og dermed lavere profitt. Ved lite differensierte produkter, vil kundene velge ut ifra prisene bedriftene har satt (Alonso, 2023).

I Norge finnes det mange selskaper som driver innen lakseoppdrett. På verdensbasis er åtte av de 15 største lakseoppdretterne norske (Furuset, 2022). Historisk sett har lakseindustrien i Norge bestått av flere små selskaper, men de siste ti-årene har det forekommet flere oppkjøp som har gjort at man i dag har flere store selskaper i industrien. I 2019 sto 20 aktører for 80% av produksjonen i Norge. I 2019 var SalMar, Lerøy og Mowi de tre største selskapene innen lakseoppdrett i Norge og sto for omtrent 43% av produksjonen (Mowi, 2020). En industri med mange aktører av ulik størrelse fører som regel til lavere rivalisering innad i bransjen.

Laks er en råvare, altså et homogent produkt. I oppdrettsnæringen er det derfor lite differensiering mellom produktene som produseres. Dette fører, som nevnt ovenfor, til at kundene er mest opptatt av prisen på produktene, siden kvaliteten er relativt lik.

I industrier med høye faste kostnader observeres det ofte mer rivalisering. Dette skyldes at i industrier som krever stor kapitalinvestering, i for eksempel utstyr, vil bedriftene ønske å selge større volumer og derfor senke prisene. Dette vil føre til en ringvirkning i industrien, hvor flere av aktørene gjerne vil føle seg nødt til å senke sine priser også, og alle i industrien vil bli påvirket (Angwin et al., 2017). I oppdrettsnæringen kreves store produksjonsanlegg, altså høye faste kostnader knyttet til både anleggene, kvoter og tillatelser, og man kan observere en stor grad av rivalisering.

En annen viktig faktor for å avgjøre grad av rivalisering i en bransje er bransjens vekst. I mars 2024 kom regjeringen med en uttalelse om at de åpner for større vekst i oppdrettsnæringen. Regjeringen mener at oppdrett vil øke med 21,000 tonn fisk, både laks og ørret, og at dette vil gi oppdretterne en økt inntekt på 2.3 milliarder kroner. Dette tyder på at veksten i oppdrettsnæringen i Norge vil fortsette å øke, noe som vil redusere konkurransen i industrien. Ved høyere vekst i en industri vil bedrifter kunne ekspandere sin produksjon, uten at det går på bekostning av konkurrenters markedsandel (Schindler, 2024).

Konklusjon: ettersom laks er et relativt homogent produkt er det med på å øke konkurransen i forhold til pris på produktene. Ettersom det er få store selskaper med store markedsandeler som konkurrerer mot hverandre, og man har høy vekst i industrien vil man konkludere med at rivaliseringen innen lakseoppdrett er lav.

5.2.2. Trussel fra nyetableringer – inngangsbarrierer

I en voksende industri som blir mer og mer lønnsom, er det en fare for at nye selskaper vil etableres innen bransjen. Dersom det er lett for nye selskaper å etablere seg, kan nye selskaper enkelt ta markedsandel fra de allerede eksisterende selskapene, og dermed redusere profitten deres. Dersom det er vanskelig for nyetableringer å komme til i en industri, vil konkurransen gå ned (Alonso, 2023). Det er fem forhold som påvirker inngangsbarrierer: (1) omfang og

erfaring, (2) tilgang til forsynings- eller distribusjonskanaler, (3) kapitalbehovet, (4) statlige reguleringer og (5) stillingsfordeler (Angwin et al., 2017).

For å etablere seg innen oppdrettsbransjen må man få tillatelser fra ulike norske myndigheter, det blir avgjort i forhold til forurensningsloven. Nyetableringer i denne industrien krever utbygging av anlegg, samt kjøp av kvoter. Det er ikke enkelt å etablere seg innen oppdrettsbransjen ettersom man trenger tillatelser fra flere myndigheter og stor investeringskapital (Miljødirektoratet, 2024).

I tillegg til en krevende prosess for å få godkjenning til å etablere et nytt selskap innen oppdrett, samt dyre priser på kvoter, er det også biologiske begrensninger som gjør det vanskelig for nyetableringer. For å drive et fungerende og effektivt oppdrettsanlegg kreves spesifikke forhold, som temperatur på vannet og gode lysforhold. Det er ikke alle steder i verden man finner dette, men blant annet er Norge og Chile to av de landene som har gode forutsetninger for oppdrett. Norge har dype fjorder, vann som er rikt på oksygen og gode strømforhold som er gunstig for oppdrett (Finansdepartementet, 2019b).

Konklusjon: nyetableringer innen oppdrettsnæringen krever godkjenninger og stor kapital, derav vurderer vi inngangsbarrieren som høy. Oppdrettsbransjen har vært i stor vekst de siste tiårene, og har blitt veldig lønnsom. Derfor kan man anta at flere ønsker å etablere seg innen denne bransjen. Som nevnt i avsnittet om rivalisering vil regjeringen oppfordre til vekst i næringen, noe som kan føre til at det blir lavere inngangsbarrierer i en periode.

5.2.3. Kundernes makt

Kundernes makt referer til kundenes evne til å påvirke både lønnsomheten og kvaliteten på selskapets produkter eller tjenester. Det er noen faktorer som påvirker størrelsen på kundemakten; (1) antall kunder i forhold til leverandører, (2) hvor enkelt det er å bytte leverandør, (3) om kundene selv kan stå for produksjonen av produktet og (4) lønnsomheten til kundene (Angwin et al., 2017).

I industrier med få store kunder som utgjør en stor del av aktørenes totale salg, vil kundenes makt være stor. Disse kundene vil være attraktive for leverandørene, og dermed kunne oppnå

gode tilbud fra flere leverandører, og senke prisene (Angwin et al., 2017). I årsrapporten fra 2019 opplyser SalMar at ingen enkeltkunder har bidratt med mer enn 10% av konsernets omsetning i løpet av de to siste årene (SalMar, 2020). Å ha en diversifisert kundebase er med på å svekke kundenes makt. SalMar selger laks til over 50 forskjellige land i verden, og har en diversifisert kundeportefølje (SalMar, u.å.-g). På den andre siden er laks et standard produkt og selges til en standard pris, dette gjør det enkelt for kunder å bytte leverandører på laks, noe som bidrar til høyere kundemakt.

Oppdrettsnæringen er en relativt vanskelig næring å etablere seg i, den er kapitalkrevende og man må få tillatelser fra flere myndigheter, samt man må kjøpe kvoter. Trusselen for at kundene skal etablere seg i industrien og produsere produktet på egenhånd regnes derfor som svært liten i denne bransjen (Miljødirektoratet, 2024).

Bærekraftig produksjon blir mer og mer aktuelt i dagens samfunn, og kunder er mer opptatt av dyrevelferd. Ettersom laks er et homogent produkt er prisen det mest avgjørende for kundene, men dyrevelferd og bærekraft er en faktor som spiller større rolle enn noen gang før, det er under utvikling en ordning for merking av hele livsløpet til laksen som vil opplyse forbrukeren om hvordan laksen er oppdrettet (Mattilsynet, 2023).

Konklusjon: etablering innen oppdrettsbransjen og en diversifisert kundeportefølje tyder på lav kundemakt i industrien. Det er imidlertid en lav byttekostnad for kundene, og økt fokus på bærekraftig produksjon i bransjen, noe som tyder på høy kundemakt. Konklusjonen er at kundenes makt i oppdrettsbransjen er middels høy.

5.2.4. Leverandørers makt

Leverandører bidrar med råvarer, materialer og utstyr til bedrifter, de kan også supplere bedriften med arbeidskraft og finansiering. Leverandørene har makt i industrien når det er (1) få leverandører i markedet, (2) høy kostnad for bedriftene å bytte leverandør, (3) leverandørene kan kutte mellomledd, og (4) når leverandørene har høy differensiering (Angwin et al., 2017).

Innsatsfaktorene i oppdrettsnæringen er, uavhengig av oppdrettsteknologi, egg og fôr. Det er flere bedrifter som leverer egg i industrien, i 2019 var de største AquaGen, Benchmark Genetics og Rauma stamfisk (Mowi, 2020).

Leverandører er et viktig ledd for å kunne bygge opp selskaper, og SalMar har gjennom et tett samarbeid med leverandører blitt den nest største produsenten av oppdrettslaks i verden (SalMar, 2023). I dag har SalMar selv kontroll over alle leddene i verdikjeden, noe som gjør dem mindre eksponert mot leverandør risiko. Ved å ta over alle leddene har SalMar kontroll, og unngår usikkerhet rundt tilgang, samt de sikrer seg mot prisvariasjoner og mot uventede prisøkninger. Ettersom SalMar er et internasjonalt selskap og leverer laks til over 50 land, sikrer de seg mot valutarisiko og politisk risiko ved å ikke ha leverandører fra andre land (SalMar, u.å.-f).

Konklusjon: SalMar har gjennom årene fått full kontroll over hele verdikjeden i bedriften, og unngår derfor flere typer risiko forbundet med leverandører. Vi konkluderer derfor med at SalMar utsettes for liten risiko fra leverandører, og at leverandørenes makt er liten.

5.2.5. Substitutter

Substitutter er produkter eller tjenester som tilbyr den samme eller en lignende fordel som en industri sine produkter eller tjenester. Grunnen til at man analyserer trusselen fra substitutter er å bli oppmerksom på trusselen fra andre industrier enn bare oppdrettsnæringen (Angwin et al., 2017).

Laks er en matvare og en proteinkilde, substitutter til dette kan derfor være kylling, svin, storfe og lam. For kunder som skal vurdere de forskjellige substituttene vil ikke valget bare avhenge av prisen på varene, men også kvaliteten/ytelsen på produktene (Angwin et al., 2017). Det er imidlertid helsemessige fordeler med å spise laks og fisk oftere, mens man bør begrense inntak av rødt kjøtt (Helsedirektoratet, 2024).

Grafen nedenfor viser at prisen på laks har økt fra 2010 til 2019. I tillegg ser man av grafen i figur 10 at tilbudet av laks også har økt. Dette bekrefter at folk er mer opptatt av selve produktet fremfor prisen på det. Det kan skyldes helsemessige fordeler, eller bærekraft.



Figur 9. Prisutvikling 2010-2019. Bildet hentet fra: (Mowi, 2020)

4.2 Diminishing growth expectations



Figur 10. Tilbud av laks. Bildet hentet fra: (Mowi, 2020)

Konklusjon: ettersom dagens befolkning har mer fokus på bærekraft og helse, vil de fleste spise mer laks uavhengig av om prisen er veldig høy. Vi vurderer derfor trusselen fra substitutter som lav.

5.2.6. Oppsummering Porters five forces

I tabell 1 har vi sammenfattet trusselnivået fra ulike faktorer i Porters five forces-modell. Vi observerer at alle faktorer, unntatt trusselen fra kunder, er lave. Derfor konkluderer vi med at den samlede trusselen er lav.

	Lav	Middels	Høy
Rivalisering	X		
Trussel fra nyetableringer	X		
Kundemakt		X	
Leverandørmakt	X		
Substitutter	X		

Tabell 1. Konklusjon Porters five forces

5.3. VRIO analyse

VRIO (Value, Rarity, Imitability and Organization) er en strategisk analyse som vurderer interne forhold i bedriften. Formålet med en VRIO analyse er å undersøke om et selskaps ressurser er unike og kan skape et konkurransefortrinn for bedriften. Ressurser kategoriseres som materielle eller immaterielle elementer som skaper verdi for kundene. Eksempler på materielle ressurser er produksjonsanlegg, utstyr for foring og infrastruktur knyttet til oppdrettsvirksomheten. Immaterielle ressurser er derimot erfaring, kunnskap og service. Konkurransfortrinnet kommer hvis man oppfyller alle kravene i VRIO, som er: Verdi (V), Sjelden (R), Ikke-imiterbar (I), Organisatorisk støtte (O) (Sander, 2023).

5.3.1. Offshore oppdrett – R&D

Offshore oppdrett er en fremvoksende tilnærming for å drive oppdrett. Denne metoden innebærer å plassere oppdrettsanleggene i dypere farvann, som er mindre skjermet enn kystområdene, og hvor havstrømmene er sterkere. Dette krever bruk av mer robuste merder og infrastruktur (Mowi, 2020). Denne teknologitypen gir mulighet til å øke produksjonskapasiteten betydelig ved å utnytte større arealer. Ved å implementere denne

teknologien, har SalMar satt seg mål om å produsere 150,000 tonn laks årlig innen 2030. Per i dag har SalMar ett operativt anlegg, og de jobber med å utvide med ytterligere to anlegg (SalMarAkerOcean, u.å.). I tillegg til å øke produksjonsvolumet, fremmer denne produksjonsmetoden også bedre bærekraft og dyrevelferd for fisken, da den tilbyr et mer naturlig habitat for laksen (ArticOffshoreFarming, u.å.). Dette skaper verdi for både kunder og bedriften.

SalMar var blant de første og eneste selskapene i Norge som tok i bruk denne teknologien (Nygård, 2022). Selskapet fikk tillatelse til å utvikle offshore oppdrett i 2016, og allerede mot slutten av 2017 var Ocean Farm 1 i drift (SalMar, 2020). Per 2024 er SalMar blant de få selskapene som benytter seg av denne teknologien, noe som indikerer at den er vanskelig å etterligne, og gir selskapet en unik posisjon i bransjen. Utviklingen av teknologien krever betydelige kapitalinvesteringer, og derfor er det en utfordrende oppgave å prøve å imitere den.

5.3.2. Verdikjede

SalMar har gradvis etablert fullstendig styring over hele verdikjeden. Dette omfatter alle aspekter av oppdrett, slakting, foredling, salg og distribusjon av oppdrettslaks (SalMar, u.å.-f). Som nevnt i kapittel 5.2.4 om leverandørens makt innebærer dette at SalMar sikrer seg mot ulike risikofaktorer, noe som skaper verdi for bedriften. For å kunne håndtere alle leddene i verdikjeden effektivt, må bedriften gradvis bygge opp en solid organisasjonsstruktur over tid. Dette krever ikke bare tilstrekkelig kapasitet, finansielle ressurser og arbeidskraft, men også en dyptgående forståelse av bransjen og etablering av unike ferdigheter og kompetanse. Denne kombinasjonen av faktorer gjør det utfordrende for andre bedrifter å etterligne suksessen og konkurranseevnen til et velfungerende verdikjedelederskap.

Norske forbrukere foretrekker å konsumere mat som er produsert lokalt i Norge, både for å støtte arbeidsplasser og for å ha bedre kontroll over kvaliteten på det de spiser (Nyt Norge, u.å.). SalMar kunngjorde i sin årsrapport for 2022 at hele deres verdikjede er etablert i Norge, og dette bidrar til å tilføre verdi for kundene (SalMar, 2023).

5.3.3. Erfaring

SalMar ble grunnlagt i 1991 og har siden den gang opparbeidet seg omfattende og verdifull erfaring (SalMar, u.å.-b). Med over 30 års erfaring har selskapet oppnådd innsikt i hvordan de kan drive virksomheten på en optimal måte, og sikre at kundene får en god opplevelse med kvalitetsprodukter. Imidlertid er de fleste store selskapene i oppdrettsnæringen godt etablerte, noe som gjør at SalMar sin erfaring ikke er en konkurransefordel. Ettersom SalMar har overlevd i så mange år, og nå er et av de største selskapene i verden tyder dette på at bedriften må ha en velfungerende organisasjonsstruktur.

5.3.4. Innsikt i produksjonen

SalMar bruker ESG (environmental, sosial and governance) relaterte rapporter (PricewaterhouseCoopers, u.å.). I 2022 lanserte SalMar sin Environmental Practice Policy, som gir innsikt i deres engasjement for miljømessig ansvarlig praksis (SalMar, 2023). Disse rapportene kan fungere som et referansepunkt for investorer når de vurderer hvilke selskaper de skal investere i. Når SalMar benytter seg av slike rapporter, kan det bidra til å øke verdien for bedriften ved å tiltrekke seg investorer som velger å investere i dem. Gjennom disse rapportene har også forbrukerne muligheten til å få innsikt i hvordan maten blir produsert, noe som bidrar til å bygge tillit hos kundene.

Samfunnet beveger seg mot en økende bevissthet om miljøet, og man ser at flere oppdrettsselskaper har tatt i bruk disse rapporteringene. Dermed er det ikke unikt eller vanskelig å replikere bruken av disse miljørapportene.

5.3.5. Oppsummering VRIO analyse

I tabell 2 sammenfattes våre resultater fra VRIO analysen. Våre funn viser at SalMar har en konkurransefordel innen offshore oppdrett og delvis innenfor verdikjeden. Imidlertid er verken erfaringen eller innsikten i driften alene nok til å gi selskapet en konkurransefordel.

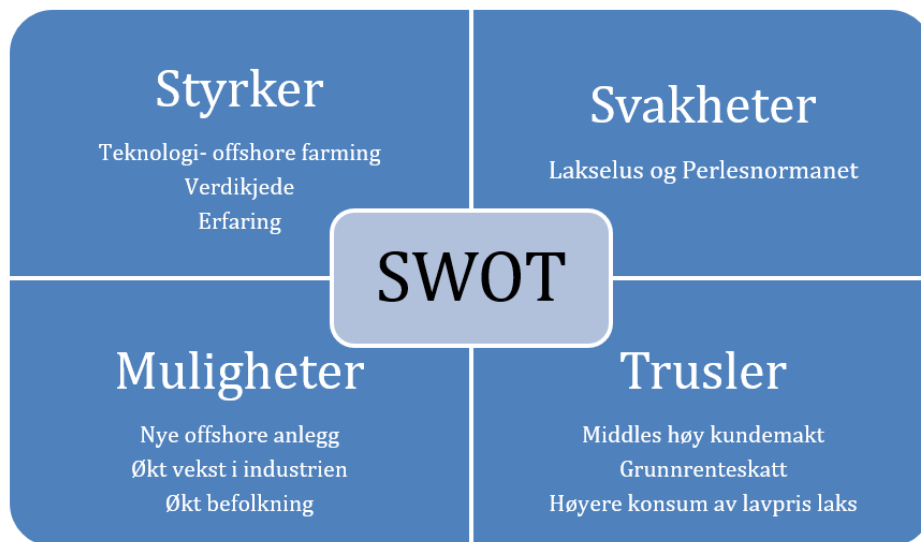
	V	R	I	O	
Ressurs	Verdifull	Sjelden	Ikke-imiterbar	Organisasjon	Konkurransefordel
Offshore farming	X	X	X	X	Høy
Verdikjede	X	X		X	Høy/Middels
Erfaring	X			X	Middels
Innsikt	X			X	Middels

Tabell 2. Konklusjon VRIO analyse

5.4. SWOT analyse

SWOT er en strategisk analyse hvor man evaluerer både styrkene og svakheterne til et selskap. Ved hjelp av denne metoden analyseres følgende forhold: Styrker (S), Svakheter (W), Muligheter (O) og Trusler (T) (Fiken, u.å.-b). Denne metoden er en intern analyse som ser på styrker og svakheter innen bedriften, i tillegg undersøker den trusler og muligheter som eksisterer utenfor bedriftens ramme (Pihl & Vikøren, 2022).

Styrker og svakheter med selskapets interne ressurser har vi analysert gjennom VRIO analysen i kapittel 5.3, mens muligheter og trusler fra det eksterne miljøet er analysert ved bruk av Porters Five Forces i kapittel 5.2, og PESTEL analysen i kapittel 5.1.



Figur 11. SWOT analyse

Gjennom de tre andre analysene har vi identifisert at SalMar har styrker og muligheter innen offshore oppdrett, hvor de også planlegger å utvide virksomheten fra ett til tre anlegg. Videre er det gunstige forhold for vekst i oppdrettsindustrien generelt, og dette representerer en ytterligere mulighet for SalMar til å utvide sin virksomhet.

En utfordring for SalMar, og oppdrettsselskaper generelt, er det økte fokuset på bærekraft og dyrevelferd i industrien. Dette fører til økte forventninger fra kundene og behovet for økt kapital for å gjennomføre nye og forbedrede tiltak. Med den stigende prisen på fisk velger flere å kjøpe billigere alternativer, noe som utgjør en trussel for SalMar, som spesialiserer seg på salg av fisk av høy kvalitet til en høyere pris. En intern sårbarhet for selskapet var angrepet av perlesnormaneten i 2023, som resulterte i at SalMar måtte redusere fiskeproduksjonen med hele 5,000 tonn (SalMar, u.å.-d).

Imidlertid har SalMar full kontroll over hele sin verdikjede, noe som resulterer i bedre oversikt over produksjonsprosessen, og som er en styrke for bedriften.

6. Regnskapsanalyse

I en regnskapsanalyse studerer man hvordan et selskap skaper profitt, hvordan de er finansiert og hvor mye penger som går inn og ut av bedriften. Dette gjøres vanligvis gjennom en analyse av lønnsomhet, likviditet og soliditet. I denne regnskapsanalysen av SalMar har vi sett på selskapets utvikling de siste 10 årene, fra 2013 til 2023, samt sammenlignet resultatene med sammenlignbare selskaper i bransjen fra 2019 til 2023. Vi har valgt å sammenligne SalMar med Lerøy, Mowi og Grieg. Dette valget begrunnes i at alle disse selskapene er veletablerte og modne aktører innen lakseoppdrett. I tillegg er de norske, og børsnoterte.

I tabellen nedenfor fremstilles en utvikling i inntekter, kostnader og profitt for SalMar fra 2013 til 2023. Vi ser fra tabellen at samtlige poster har økt jevnt de siste 10 årene, til tross for noen svingninger over tid.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Totale driftsinntekter	6 245 860	7 185 887	7 326 202	9 029 814	10 817 238	11 342 554	12 237 589	12 912 342	15 043 945	20 158 279	28 218 548
Varekostnader	3 376 109	3 337 411	3 809 523	4 396 689	4 722 474	4 585 491	5 770 027	5 870 577	7 327 973	9 599 414	12 880 225
Driftskostnader	4 986 367	5 306 839	5 922 328	6 598 168	7 655 011	7 881 743	9 169 992	9 904 842	12 116 948	15 693 708	20 130 648
Ordinært resultat før skatt	2 322 071	1 628 841	1 383 686	3 342 080	2 856 201	4 452 568	3 158 365	2 571 645	3 386 942	4 562 032	7 279 321

Tabell 3. Regnskapsoversikt for SalMar. Tall i 1,000NOK

6.1. Lønnsomhet (rentabilitetsanalyser)

Lønnsomhetsanalysen gir innsikt i avkastningen bedriften har fått på sin investerte kapital (Hoff & Pedersen, 2019). Nøkkeltallene totalkapitalrentabilitet, egenkapitalrentabilitet og driftsmargin gir et klart bilde av selskapets kapitalutnytting fra 2013 til 2023. Ved å sammenligne tallene til SalMar med Mowi, Lerøy og Grieg fra de siste fem årene, får vi et godt grunnlag for å bedømme SalMars ytelse i forhold til bransjens standarder.

6.1.1. Totalkapitalrentabilitet (R_{TK})

Totalkapitalrentabiliteten er et nøkkeltall som brukes for å vurdere lønnsomheten til en bedrift. Totalkapitalen er summen av egenkapital og gjeld, og representerer en bedrifts eiendeler (Fiken, u.å.-c). Nøkkeltallet viser hvor mye fortjeneste et selskap har generert basert på den totale kapitalen som er investert i bedriften, uten hensyn til forholdet mellom egenkapital og gjeld (Hoff & Pedersen, 2019).

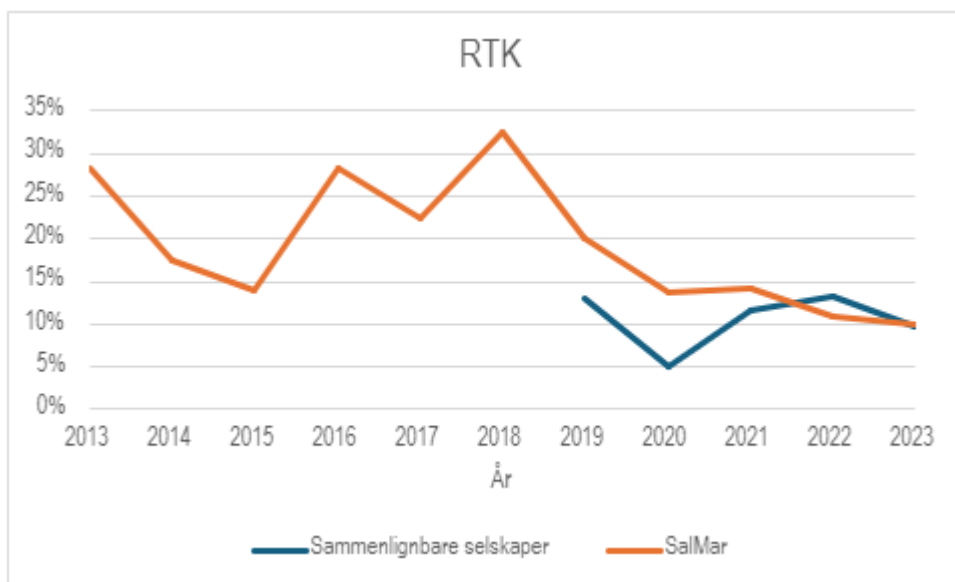
$$R_{TK} = \frac{\text{Ord. resultat før skatt} + \text{Rentekostnader}}{\text{Gjennomsnittlig totalkapital}}$$

Formel 15. Totalkapitalrentabilitet. Formel hentet fra: (Hoff & Pedersen, 2019)

Det er vanskelig å si noe om hva en god totalkapitalrentabilitet er, men den bør imidlertid minst være lik den gjennomsnittlige lånerenten bedriften har på sine lån (Hoff & Pedersen, 2019).

Fra grafen nedenfor ser vi at R_{TK} var høyest for SalMar i 2013, 2016 og 2018. Dette kan blant annet komme av at driftsmarginen har økt, eller at gjeldsgraden har sunket. I 2018 hadde SalMar et høyere fokus på rene merder og mindre lakselus, dette resulterte i 5% høyere

produksjon av laks. Mindre lakselus, høye priser på laks og gunstig valuta i 2018, førte til høyere resultat før skatt, noe som også kan bidra til høyere total kapitalrentabilitet (SalMar, 2019).



Figur 12. Total kapitalrentabilitet for SalMar og sammenlignbare selskaper fra 2013-2023.

Fra 2019 til 2023 ser vi at SalMar har hatt høyere RTK enn de sammenlignbare selskapene de fleste årene. Dette betyr at SalMar har hatt en høyere fortjeneste enn de andre selskapene på den totale kapitalen som er investert i bedriften. Vi ser at i 2020, når koronapandemien kom, presterte SalMar nesten like godt som foregående år, til tross for at noen av oppdrettsnæringens viktigste kunder, hoteller og restauranter stengte. Dette var imidlertid ikke tilfellet for de sammenlignbare selskapene, som presterte vesentlig dårligere i 2020. Dette klarte SalMar på grunn av gode rutiner i verdikjeden og gode importører (SalMar, 2021).

RTK	2019	2020	2021	2022	2023	Gjennomsnitt
Lerøy	9%	4%	12%	12%	8%	9%
Mowi	12%	3%	11%	16%	13%	11%
Greig	11%	-1%	10%	14%	8%	8%
SalMar	20%	14%	14%	11%	10%	14%
Alle selskaper	13%	5%	12%	13%	10%	11%

Tabell 4. Total kapitalrentabilitet for SalMar og sammenlignbare selskaper fra 2019-2023

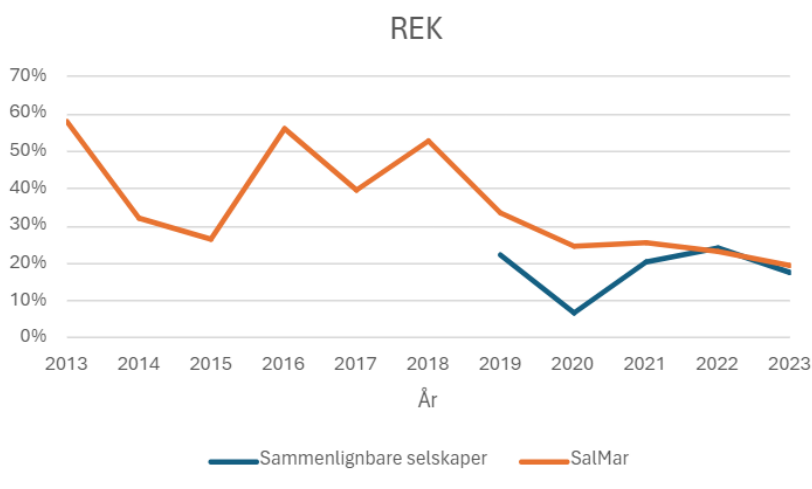
6.1.2. Egenkapitalrentabilitet (R_{EK})

Egenkapitalrentabiliteten måler bedriftens avkastning på egenkapitalen ved å vurdere resultatet før skatt i forhold til den gjennomsnittlige egenkapitalen (Gårseth-Nesbakk, 2023). Det er vanlig at egenkapitalrentabiliteten bør være høyere i prosent enn total Kapitalrentabiliteten, men dette kan variere fra bedrift til bedrift, og fra bransje til bransje (Finanseksperten, u.å.). Rentabiliteten beregnes vanligvis før skatt, da skatteforholdene kan påvirke resultatene uten nødvendigvis å reflektere bedriftens drift.

$$R_{EK} = \frac{\text{Ord. Resultat før skatt}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$

Formel 16. Egenkapitalrentabilitet. Formel hentet fra: (Hoff & Pedersen, 2019)

Egenkapitalrentabiliteten for SalMar viser lignende svingninger som total Kapitalrentabiliteten, noe som antyder en relativt stabil egenkapitalandel i forhold til total Kapitalen. I 2013 var egenkapitalrentabiliteten på sitt høyeste for SalMar i løpet av de siste ti årene, på 58%. Dette skyldes et høyt produksjonsnivå samt høye priser på laksen dette året (SalMar, 2014). 2016 var et nedgangsår for hele oppdrettsnæringen, til tross for dette oppnådde SalMar en egenkapitalrentabilitet på 56% som følge av høye priser på laks. Prisene på laks ble presset opp på grunn av økt etterspørsel, samt en svak kronekurs (SalMar, 2017). Selv om SalMar har hatt høyere egenkapitalrentabilitet enn de sammenlignbare selskapene, ser vi fra grafen nedenfor at den har vært nedoverstigende fra 2018. Dette kommer av økt gjeldsgrad for selskapet de siste årene.



Figur 13. Egenkapitalrentabiliteten for SalMar og sammenlignbare selskaper fra 2013-2023

Egenkapitalrentabiliteten har vært høyere for SalMar enn for sammenlignbare selskaper de siste årene, noe som er positivt for selskapets evne til å tåle uforutsette hendelser. Det er positivt for både selskapet og investorer med en høy egenkapitalrentabilitet, da det viser at bedriften er lønnsom, og gir god avkastning på investert kapital. SalMars høye egenkapitalrentabilitet kan skyldes en riktig balanse mellom gjeld og egenkapital, effektiv bruk av ressurser og/eller økte inntekter.

REK	2019	2020	2021	2022	2023	Gjennomsnitt
Lerøy	14%	6%	19%	20%	13%	14%
Mowi	21%	4%	20%	30%	25%	20%
Greig	21%	-7%	17%	24%	13%	14%
SalMar	33%	25%	26%	23%	19%	25%
Alle selskpace	22%	7%	20%	24%	18%	18%

Figur 14. Egenkapitalrentabilitet for SalMar og sammenlignbare selskaper fra 2019 til 2023

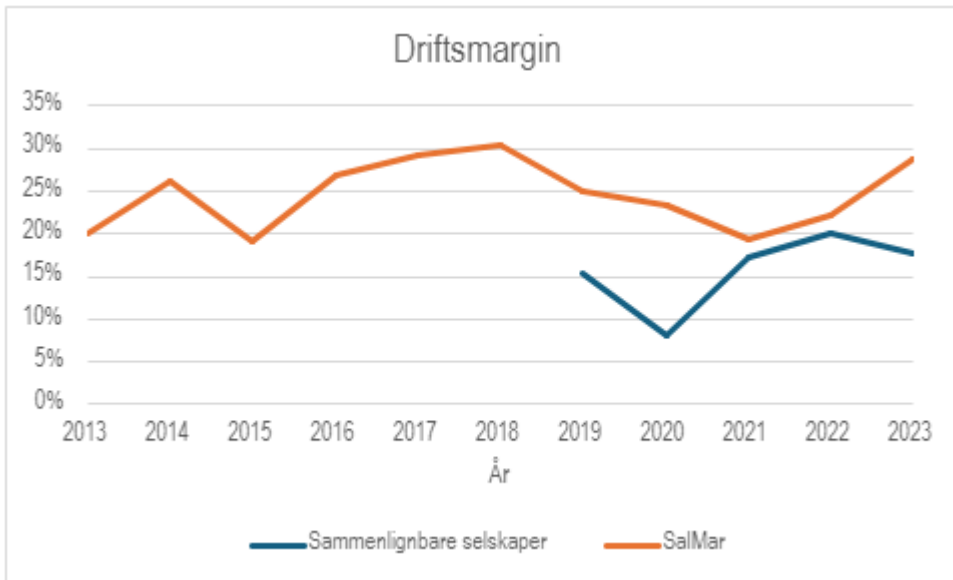
6.1.3. Driftsmargin

Driftsmarginen viser hvordan en bedrifts drift har gått, uavhengig av hvordan den er finansiert, da den ser på forholdet mellom driftsresultatet og omsetningen (Visma, u.å.-a). Driftsmarginen sier altså hvor mye av driftsinntektene som er fortjeneste. Desto høyere driftsmargin et selskap har, jo større fortjeneste per krone av omsetningen tjener bedriften (Tripletex, u.å.-a).

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

Figur 15. Driftsmargin. Formel hentet fra: (Hoff & Pedersen, 2019)

For å avgjøre om en bedrifts driftsmargin er god, bør man se på utviklingen over tid, samt sammenligne med andre selskaper innen samme bransje. Vi ser fra grafen at driftsmarginen til SalMar har økt frem til 2018, og deretter gått litt ned, for så å begynne å stige igjen. Den høye driftsmarginen i 2018 kan skyldes høye laksepriser og mindre laksedød (dvs. Høyere slaktevolum gjennom året), ettersom dette fører til et høyere driftsresultat, og dermed høyere driftsmargin (SalMar, 2019).



Figur 16. Driftsmargin for SalMar og sammenlignbare selskaper fra 2013-2023

I tabellen nedenfor ser vi at SalMar har hatt høyere driftsmargin enn bransjegjennomsnittet de siste fem årene. Dette viser at SalMar har vært mer kostnadseffektivt under driften enn de sammenlignbare selskapene. Selskapet har hatt en svært god inntjening over tid, noe som er positivt for at selskapet skal beholde en posisjon som et ledende selskap innen bransjen og gode ringvirkninger for ansatte, eiere og selskapets muligheter til å utvide satsningen.

Driftsmargin	2019	2020	2021	2022	2023	Gjennomsnitt
Lerøy	12%	6%	16%	16%	10%	12%
Mowi	15%	5%	14%	21%	18%	15%
Greig	10%	-1%	20%	21%	14%	13%
SalMar	25%	23%	19%	22%	29%	24%
Alle selskaper	15%	8%	17%	20%	18%	16%

Tabell 5. Driftsmargin for SalMar og sammenlignbare selskaper fra 2019-2023

6.2. Likviditet

Likviditeten til en bedrift indikerer hvordan den håndterer sine betalingsforpliktelser (Hoff & Pedersen, 2019). Vi utførte en analyse av likviditeten til SalMar ved å vurdere likviditetsgrad 1 og 2, og undersøkte forskjellen når det minst likvide omløpsmidlet fjernes. I tillegg undersøkte vi endringen i arbeidskapitalen. Vi så på utviklingen i disse nøkkeltallene over de siste ti årene.

6.2.1. Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 analyserer forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld.

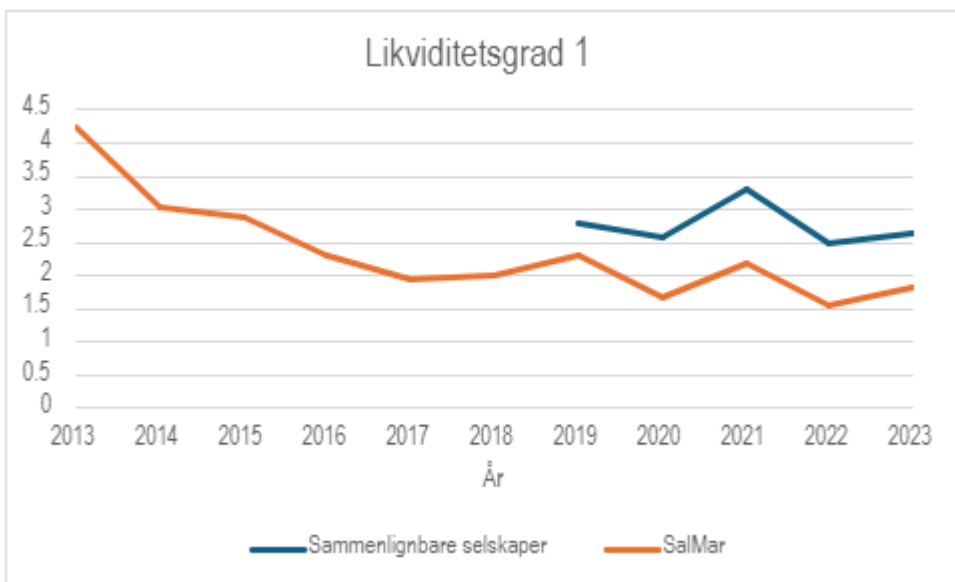
Omløpsmidler refererer til kontanter eller eiendeler som raskt kan konverteres til kontanter.

Omløpsmidlene vurderes som et forhold til kortsiktig gjeld, som er den gjelden som forfaller til betaling innen en kort tidsperiode. Resultatet av likviditetsgrad 1 sammenligner man med andre selskaper for å se om det er ett bra resultat, men som regel sier man at den bør være over 2 (Fiken, u.å.-a).

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

Formel 17. Likviditetsgrad 1. Formel hentet fra: (Hoff & Pedersen, 2019)

Fra grafen nedenfor ser vi at likviditetsgrad 1 hos SalMar var på sitt høyeste i 2013, og har sunket i de påfølgende årene etter dette. I 2020 og 2022 var likviditetsgrad 1 lavest med henholdsvis 1.67 og 1.55. I begge årene var selskapets kortsiktige gjeld høy, fra 2019 til 2020 økte den med nesten 1.5 milliarder, mens fra 2021 til 2022 økte den med omtrent 6.5 milliarder. Kontanter og kontantekvivalenter representerer selskapets likvide midler og bør i utgangspunktet være høyere enn kortsiktig gjeld i et selskaps regnskap. I 2020 og 2022 var kontanter og kontantekvivalenter betydelig mindre enn kortsiktig gjeld, noe som gjør det vanskelig for bedriften å møte sine kortsiktige forpliktelser uten å måtte ty til eksterne finansieringskilder. En lavere kontantbeholdning enn kortsiktig gjeld kan signalisere likviditetsproblemer og potensielle vanskeligheter med å oppfylle kortsiktige forpliktelser (SalMar, 2021; SalMar, 2023).



Figur 17. Likviditetsgrad 1 for SalMar og sammenlignbare selskaper fra 2013-2023

Vi ser fra tabellen nedenfor at SalMar sin likviditetsgrad 1 har vært lavere enn de sammenlignbare selskapene fra 2019 til 2023. Dette kan skyldes at SalMar har hatt en mindre effektiv likviditetsstyring enn de andre selskapene, eller at SalMar har foretatt flere investeringer og utvidelser som har redusert kontantbeholdningen og de likvide midlene.

Likviditetsgrad 1	2019	2020	2021	2022	2023	Gjennomsnitt
Lerøy	2,81	2,68	2,91	2,59	2,64	2,73
Mowi	3,39	2,52	3,78	2,34	3,15	3,03
Greig	2,72	3,4	4,36	3,46	3,93	3,57
SalMar	2,31	1,67	2,19	1,55	1,82	1,91
Alle selskperne	2,81	2,57	3,31	2,49	2,88	2,81

Tabell 6. Likviditetsgrad 1 for SalMar og sammenlignbare selskaper fra 2019-2023

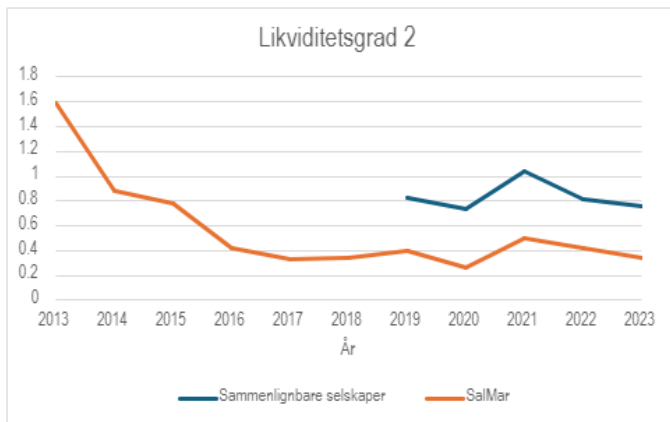
6.2.2. Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 sier noe om en bedrifts kortsiktige likviditet. I utregning av dette nøkkeltallet ønsker man å trekke fra varebeholdninger ettersom det inneholder illikvide eiendeler. Ved illikvide eiendeler menes eiendeler som ikke enkelt kan omgjøres til kontanter. Dersom likviditetsgrad 2 er tilstrekkelig stor, antyder det at selskapet har god nok lønnsomhet til å dekke sine kortsiktige forpliktelser (Visma, u.å.-b).

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{(\text{Omløpsmidler} - \text{Varebeholdninger})}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Formel 18. Likviditetsgrad 2. Formel hentet fra: (Hoff & Pedersen, 2019)

Likviditetsgrad 2 bør være større enn 1 slik at selskapet kan dekke sine kortsiktige forpliktelser. Likviditetsgrad 2 for SalMar har vist en negativ utvikling over de siste årene og er i underkant av 0.4 for siste regnskapsår (2023). Dette tallet er lavt og spesielt vurdert mot bransjen som opererer med ca. 0.8 - noe som er dobbelt så høyt som for SalMar. Det er en urovekkende utvikling for selskapet over de siste årene og selskapet har en kombinasjon av for stor andel av omløpsmidler i forhold til total kortsiktig gjeld. Dette kan føre til stor risiko dersom markedet utsettes for endringer som f.eks. prisfall for produktene eller valutasingninger.



Figur 18. Likviditetsgrad 2 for SalMar og sammenlignbare selskaper fra 2013-2023

Vi ser fra tabellen nedenfor at SalMar har hatt lavere likviditetsgrad 2 enn de sammenlignbare selskapene de siste fem årene. Dette kan skyldes høyere kortsiktig gjeld, lavere kontantbeholdning eller reduserte omløpsmidler for SalMar.

Likviditetsgrad 2	2019	2020	2021	2022	2023	Gjennomsnitt
Lerøy	1.31	1.27	1.43	1.03	1.22	1.25
Mowi	1.01	0.72	1.12	0.65	0.97	0.89
Greig	0.6	0.69	1.14	1.14	0.49	0.81
SalMar	0.40	0.26	0.49	0.42	0.34	0.38
Alle selskperne	0.83	0.74	1.05	0.81	0.76	0.84

Tabell 7. Likviditetsgrad 2 for SalMar og sammenlignbare selskaper fra 2019-2023

6.3. Soliditet

Soliditeten gir oss innsikt i den økonomiske strukturen i selskapet, spesielt forholdet mellom egenkapital og gjeld (Hoff & Pedersen, 2019). For å undersøke dette nærmere hos SalMar, vurderer vi nøkkeltallene egenkapitalandel, gjeldsgrad og rentedekningsgrad. Vi analyserer utviklingen av disse tallene de siste ti årene og sammenligner dem med bransjens gjennomsnitt fra 2019 til 2023.

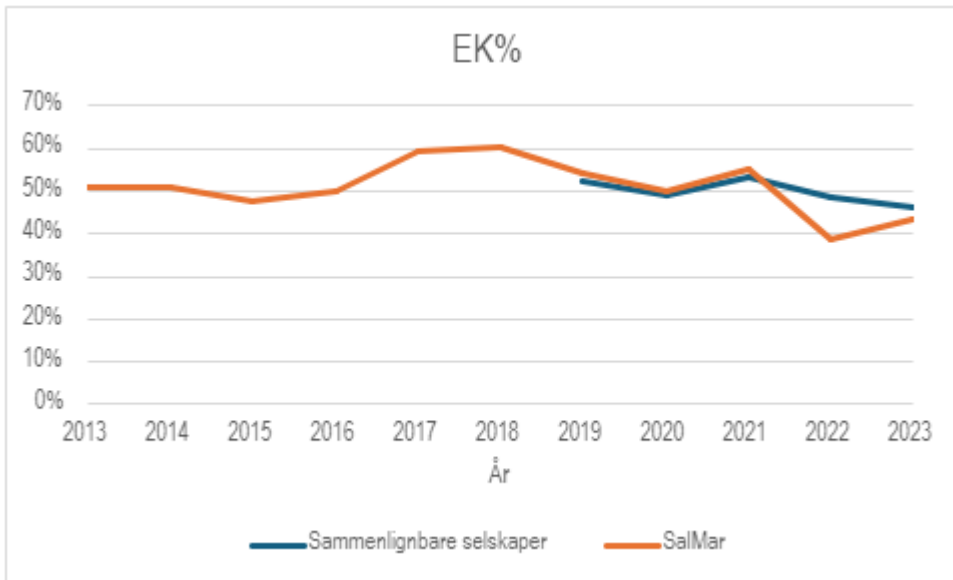
6.3.1. Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten er et soliditetsmål som viser hvor mye av en bedrifts eiendeler som er finansiert med egenkapital. Dersom egenkapitalprosenten er høy, indikerer det at en stor andel av selskapets eiendeler kan gå tapt før det vil påvirke bedriftens kreditorer. Jo høyere egenkapitalprosenten er, desto bedre er bedriftens evne til å håndtere perioder med svake resultater, ettersom lite gjeld er brukt til å finansiere eiendelene. Høy egenkapitalprosent indikerer derfor god stabilitet i et selskap, og gjør det attraktivt for potensielle investorer å investere i (Sander, 2024).

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}} * 100\%$$

Formel 19. Egenkapitalprosent. Formel hentet fra: (Hoff & Pedersen, 2019)

Et normtall for egenkapitalprosenten er minst 35%, men den bør også sammenlignes med andre selskaper i bransjen (Hoff & Pedersen, 2019). Vi ser fra grafen nedenfor at SalMars egenkapitalprosent var rundt 50% frem til 2022, hvor den begynte å gå nedover. I 2022 fortok SalMar en investering på 2.5 milliarder kroner til å bygge settefiskanlegg i Troms og i Trøndelag. Dette kan være en av årsakene til at egenkapitalprosenten har gått ned, fordi de har tatt opp mer lån for å finansiere veksten (SalMar, 2023). Fra SalMars balanseregnskap fra 2021 og 2022 ser vi at langsiktig gjeld har økt fra omtrent 8 milliarder i 2021 til omtrent 21.5 milliarder i 2022. (SalMar, 2023).



Figur 19. Egenkapitalprosenten for SalMar og sammenlignbare selskaper fra 2013-2023

Vi ser fra tabellen nedenfor at SalMar har hatt høyere egenkapitalprosent enn Mowi og Grieg de tre første årene, mens den har ligget under alle de tre sammenlignbare selskapene de to siste årene. Vi kan derfor konkludere med at SalMar var egenkapitalintensiv de første tre årene ved sammenligningen.

EK%	2019	2020	2021	2022	2023	Gjennomsnitt
Lerøy	59%	58%	56%	57%	48%	56%
Mowi	50%	47%	50%	49%	46%	48%
Grieg	46%	41%	52%	50%	49%	48%
SalMar	54%	50%	55%	39%	43%	48%
Alle selskaper	52%	49%	53%	49%	46%	50%

Tabell 8. Egenkapitalprosenten for SalMar og sammenlignbare selskaper fra 2019-2023

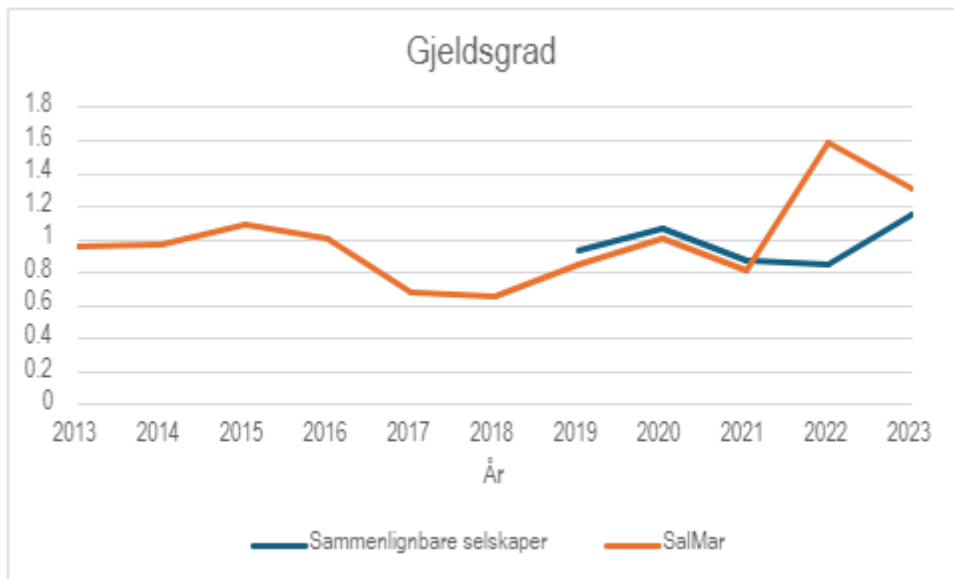
6.3.2. Gjeldsgrad

Gjeldsgrad viser, i motsetning til egenkapitalprosenten, hvor mye av et selskaps eiendeler som er finansiert med gjeld. Høy gjeldsgrad indikerer høy andel gjeld i forhold til egenkapital, og fører til høyere risiko for bedriftens eiere og långivere. Den høye risikoen kommer av at en større andel av kontantstrømmene må brukes til å betale renter på gjelden (Nyhus, 2024).

$$\text{Gjeldsgrad} = \frac{\text{Sum Gjeld}}{\text{Egenkapital}}$$

Formel 20. Gjeldsgrad. Formel hentet fra: (Hoff & Pedersen, 2019)

Basert på anbefalingen om en egenkapitalprosent på 35%, bør ikke gjeldsgraden overstige 1.85 (Hoff & Pedersen, 2019). Vi ser på grafen nedenfor at SalMars gjeldsgrad har vært under 1.85 fra 2013 til 2023, men i 2022 og 2023 har den økt mer enn vanlig. Dette kan, som nevnt i punkt 6.3.1, skyldes at SalMar tok opp et langsiktig lån i 2022 på 2.5 milliarder.



Figur 20. Gjeldsgrad for SalMar og sammenlignbare selskaper fra 2013-2023

SalMar hadde en lavere gjeldsgrad enn Mowi og Greig de første tre årene. Imidlertid økte SalMars gjeld i 2022 og 2023, noe som resulterte i en høyere gjeldsgrad enn de sammenlignbare selskapene.

Gjeldsgrad	2019	2020	2021	2022	2023	Gjennomsnitt
Lerøy	0,70	0,71	0,77	0,76	1,08	0,81
Mowi	1,02	1,12	1,00	0,05	1,19	0,88
Greig	1,16	1,44	0,93	0,99	1,05	1,114
SalMar	0,85	1,00	0,81	1,59	1,31	1,11
Alle selskapene	0,93	1,07	0,88	0,85	1,16	0,98

Tabell 9. Gjeldsgrad for SalMar og sammenlignbare selskaper fra 2019-2023

6.3.3. Rentedeckningsgrad

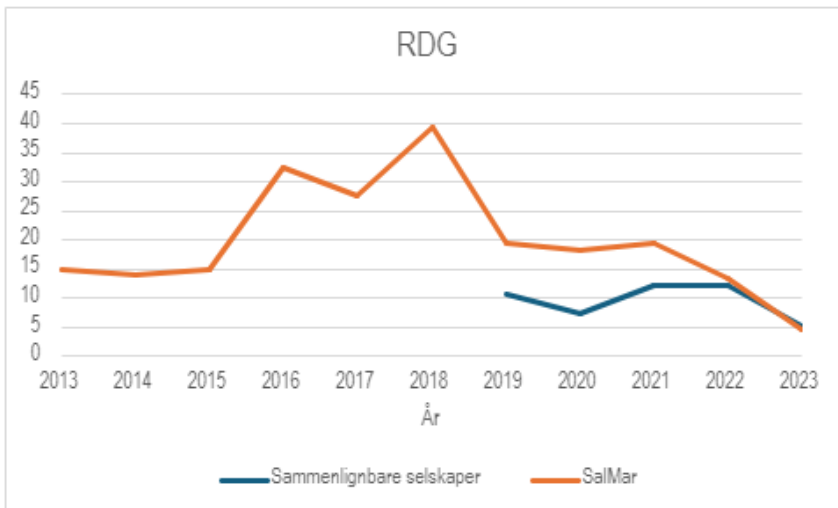
Rentedekningsgraden er et nøkkeltall som måler en bedrifts evne til å dekke sine renteforpliktelser. Den skal altså vise i hvilken grad resultatet (før rentekostnader) kan dekke rentekostnadene. I tillegg viser nøkkeltallet i hvilken grad bedrifter kan påta seg mer rentekostnader med dagens lønnsomhetsnivå. I formel 22 ser man bedriftens overskudd i forhold til bedriftens rentekostnader (Visma, u.å.-c).

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{(\text{Ord. resultat før skatt} + \text{Rentekostnader})}{\text{Rentekostnader}}$$

Formel 21. Rentedekningsgrad. Formel hentet fra: (Hoff & Pedersen, 2019)

Ideelt sett bør rentedekningsgraden være minst 3, men den bør ikke være lavere enn 1. Vi ser fra grafen nedenfor at SalMars rentedekningsgrad ligger godt over 3, men den får et kraftig fall fra 2022 til 2023. I slutten av 2022 tok SalMar, som nevnt tidligere, opp et stort lån, noe som førte til økte rentekostnader i 2023. Overgangen førte til at rentekostnadene mer enn tredoblet seg fra 2022 til 2023, noe som resulterte i en nedgang i rentedekningsgraden (SalMar, 2024).

I 2018 var rentedekningsgraden på sitt høyeste, dette kan komme av økt effektivitet, som igjen øker selskapets inntjeningsevne. I 2018 reduserte SalMar produksjonskostnadene per kilo produsert fisk samtidig som de økte produksjonen med 5% sammenlignet med året før, noe som var et resultat av forbedret dyrevelferd (SalMar, 2019).



Figur 21. Rentedekningsgrad for SalMar og sammenlignbare selskaper fra 2013-2023

Som vist i figuren nedenfor har SalMar generelt hatt en rentedekningsgrad som har vært over gjennomsnittet i bransjen, med unntak av 2023. Det vil si at SalMar er bedre rustet til å dekke sine renteforpliktelser enn de sammenlignbare selskapene.

RDG	2019	2020	2021	2022	2023	Gjennomsnitt
Lerøy	10.92	5.19	15.43	13.64	5.91	10.22
Mowi	9.65	2.91	11.06	20.03	8.95	10.52
Greig	2.13	2.78	2.40	1.68	1.66	2.13
SalMar	19.56	18.16	19.34	13.52	4.73	15.06
Alle selskpace	10.57	7.26	12.06	12.22	5.31	9.48

Tabell 10. Rentedekningsgrad for SalMar og sammenlignbare selskaper fra 2019-2023

7. Fremtidige kontantstrømmer

I dette kapittelet vil vi estimere fremtidige kontantstrømmer ved å predikere inntekter, kostnader og investeringer. Vi baserer våre prognoser for SalMars fremtidige regnskap på analyser av både selskapets siste ti års nøkkeltall og den strategiske analysen. Vi bruker FCFF-metoden (Free Cash Flow to Firm), og alle regnskapstallene er oppgitt i tusen.

7.1. Inntektsprognose

7.1.1. Laksepris

FN forutsier en økning på over to milliarder mennesker innen 2080. Med en voksende befolkning vil også etterspørselen øke. Som påpekt i den strategiske analysen, har økt bevissthet om miljøet ført til økt interesse for bærekraftig mat, og fisk representerer en sunn og bærekraftig proteinkilde som appellerer til disse trendene. Ifølge FNs klimapanel forventes det at behovet for mat vil øke med 60% innen 2050, basert på dagens matforbruk og dersom det ikke skjer noen betydelig reduksjon i mengden matavfall (Animalia, 2019).

I tillegg til økende etterspørsel, er det sannsynlig at den nylig innførte grunnrenteskatten i Norge vil føre til redusert tilbud av laks. Det forventes at skatten vil minske overskuddet for flere oppdrettsselskaper, noe som kan resultere i utsettelse av prosjekter og færre arbeidsplasser (SalMar, u.å.-c).

Fishpools fremtidige priser, som ble nevnt i PESTEL-analysen, antyder at prisene på laks vil ha en liten nedgang resten av 2024. Likevel forventes gjennomsnittsprisen gjennom hele året fortsatt å være høyere enn i 2023. Historisk sett har prisen på laks økt over tid, med unntak av et mindre fall i 2020 på grunn av Covid19. Det er ingenting som tilsier at prisene ikke vil fortsette å øke. I tillegg, med dagens svake valuta føre det til økt eksport, ettersom det blir mer lønnsomt for bedriftene å selge utenlands. Dette kan også resultere i redusert tilgang på fisk i landet og derfor en økning i prisene.

Predikering av prisen på laks er basert både på tall fra Fishpool og vår strategiske analyse. Året 2024 er hentet ut ifra Fishpool sine antagelser av hva markedsprisen for laks vil være i gjennomsnitt i løpet av året. De andre fire årene er basert på den strategiske analysen, med mange faktorer som peker mot en økning i pris, som er vist i tabell 11.

År	2024	2025	2026	2027	2028
Pris per KG	107	111	113	114	117
Vekst	14%	3.74%	1.80%	0.88%	2.63%

Tabell 11. Estimert laksepris fra 2024-2028

7.1.2. Slaktevolum

SalMar sitt slaktevolum fortsetter å vokse. Året 2023 har vært det beste året for antall fisk som er blitt produsert. Dette året var hele 266,500 tonn sløyd fisk, som er 55,500 tonn mer enn året før (SalMar, u.å.-b).

SalMar har produsert mer både i Nord-Norge og Midt-Norge i 2023, enn det de gjorde året før. I tillegg har de hatt sitt første slakt fra SalMar Aker Ocean i 2023, på 2,300 tonn (SalMar, 2024). SalMar Aker Ocean har som mål at innen utgangen av 2030 skal offshore oppdrett produsere 150,000 tonn med laks årlig alene. En kombinasjon av offshore oppdrett (150,000

tonn) og antall sløyd fisk langs kysten per 2023, vil gi et totalt slaktevolum i utgangen av 2030 på 416,500 tonn sløyd fisk. På bakgrunn av disse målene, og økende etterspørsel i samfunnet, vil slaktevolumet til SalMar øke i de fem neste årene.

År	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Offshore Farming tonn sløyd fisk	2,300	23,400	44,500	65,600	86,700	107,800	128,900	150,000

Tabell 12. Estimert slaktevolum fra offshore oppdrett fra 2024-2030

Ved en jevn økning fra 2023 frem til 2030, med deres mål om at offshore oppdrett i seg selv skal produsere 150,000 tonn laks, vil det være en økning på 21,100 tonn per år. Denne årlige økningen gjelder kun sløyd fisk fra Aker SalMar Ocean. I tillegg har de hatt en økning på anleggene sine langs kysten på 21,500 tonn laks i snitt de siste fem årene (SalMar, u.å.-b). Dette gir en gjennomsnittlig vekst på 8.5% de neste fem årene, som vist i tabellen under.

År	2024	2025	2026	2027	2028
Totalt tonn sløyd fisk	295,000	320,000	350,000	375,000	400,000
Vekst	10.69%	8.47%	9.38%	7.14%	6.67%

Tabell 13. Estimert slaktevolum fra 2024-2028

7.1.3. Driftsinntekter

Med økende etterspørsel etter fisk, og utviding av prosjekter fremover, predikerer vi at SalMar vil ha en voksende driftsinntekt. I tabellen under ser man inntektsprognosen for SalMar fra 2024 til 2028.

År	2024	2025	2026	2027	2028
Pris (Kg)	107	111	113	114	117
Sløyd fisk (Tonn)	295,000	320,000	350,000	375,000	400,000
Driftsinntekt (1000NOK)	31,565,000	35,520,000	39,550,000	42,750,000	46,800,000

Tabell 14. Estimerte driftsinntekter fra 2024-2028

7.2. Kostnadsprognose

SalMar er et veletablert og modent selskap, som gir oss mulighet til å bruke historiske kostnadsfordelinger for å gi et innblikk i fremtidige kostnadsprognoser. I dette kapittelet skal vi analysere historiske kostnader og estimere fremtidige kostnader knyttet til varekostnader, lønnskostnader og andre driftskostnader, som alle utgjør en del av selskapets totale driftskostnader. Vi vil beregne alle kostnadene som prosentandel av driftsinntektene, fordi det er en sammenheng mellom inntektsveksten og kostnadene i bedriften.

7.2.1. Varekostnader

Varekostnaden til en bedrift er verdien av varene som forbrukes av en virksomhet i en bestemt tidsperiode (Tripletex, u.å.-b). Den viktigste innsatsfaktoren innen oppdrettsbransjen er fôr og egg. I tabellen nedenfor er det vist en oversikt over SalMars varekostnader fra 2019 til 2023 både i kroner og i prosent av driftsinntektene. Den prosentvise utviklingen viser hvor stor andel av driftsinntektene som brukes til å dekke varekostnadene. Gjennomsnittlig brukte SalMar 47% av sine driftsinntekter på produksjonen av solgte varer, som vist i tabellen 15.

Varekostnader	2019	2020	2021	2022	2023
Varekostnader	5,770,027	5,870,577	7,327,973	9,599,414	12,880,225
I % av driftsinntekter	47%	45%	49%	48%	46%

Tabell 15. Varekostnader fra 2019-2023. Tall i 1,000NOK

En av grunnene til høye varekostnader for bedrifter er høy leverandørmakt i bransjen. Høy leverandørmakt kan, som nevnt i avsnitt 5.2.4, føre til høyere priser, usikkerhet rundt tilgang og prisvariasjoner. Krigen i Ukraina har skapt økt usikkerhet rundt tilgang på råstoffer til fiskefôret (SalMar, 2023). SalMar har imidlertid kontroll over alle leddene i verdikjeden, noe som fører til lav leverandørmakt, og mer sikkerhet rundt tilgang på varer (SalMar, u.å.-f).

SalMar er et stabilt og modent selskap innen oppdrettsbransjen, og vi ser fra tabellen ovenfor at de har hatt en stabil varekost prosent de siste fem årene. SalMar har som mål å utvide innen offshore oppdrett, en slik endring i produksjonsmetode vil som regel kreve høyere investeringer eller ressurser, som dermed vil øke varekostnaden. På bakgrunn av denne stabile

utviklingen, lav leverandørmakt og utvidelse innen offshore oppdrett, antar vi at SalMar kommer til å øke varekostnadene i kroner fremover. I tabellen nedenfor har vi estimert fremtidig varekostnad for SalMar fra 2024 til 2028.

Estimerte varekostnad	2024	2025	2026	2027	2028
Varekostnader	14,000,000	15,500,000	17,000,000	19,000,000	20,900,000
l % av driftsinntekter	45%	45%	45%	47%	48%

Tabell 16. Estimerte varekostnader fra 2024-2028. Tall i 1,000NOK

7.2.2. Lønnskostnader

I årsrapportene fra 2019 og 2023 opplyser SalMar at antall ansatte har økt fra 1,700 til 2,500 i løpet av de siste fem årene. Dette forklarer økningen i lønnskostnader for bedriften. Ser man derimot på lønnskostnadene som en prosentandel av driftsinntektene, har de ligget stabilt på rundt 10% de siste fem årene. Dette tyder på at inntektene og lønnskostnadene har vokst i takt, og lønnskostnadene regnes som en stabil kostnadspost for SalMar. En viktig faktor for å beholde sine ansatte er en konkurransedyktig lønnsordning, dette gjør bedriften attraktivt for etablerte arbeidstakere. Dette er med på å opprettholde stabile lønnskostnader for bedriften.

Lønnskostnader	2019	2020	2021	2022	2023
Lønnskostnader	1,202,494	1,319,961	1,539,686	1,893,764	2,453,907
l % av driftsinntekter	10%	10%	10%	9%	9%

Tabell 17. Lønnskostnader fra 2019-2023. Tall i 1,000NOK

Ut ifra den gjennomsnittlige lønnskostnadsprosenten på 10% de siste fem årene, forventer vi at den vil forbli stabil i fremtiden. Vi har tatt utgangspunkt i veksten i driftsinntektene for å finne de estimerte fremtidige lønnskostnadene på omtrent 9% av driftsinntektene. Tabellen nedenfor viser vår estimerte vekst i lønnskostnadene.

Estimerte lønnskostnader	2024	2025	2026	2027	2028
Lønnskostnad	2,800,000	3,100,000	3,400,000	4,000,000	4,200,000
l % av driftsinntekter	9%	9%	9%	9%	9%

Tabell 18. Estimerte lønnskostnader fra 2024-2028. Tall i 1,000NOK

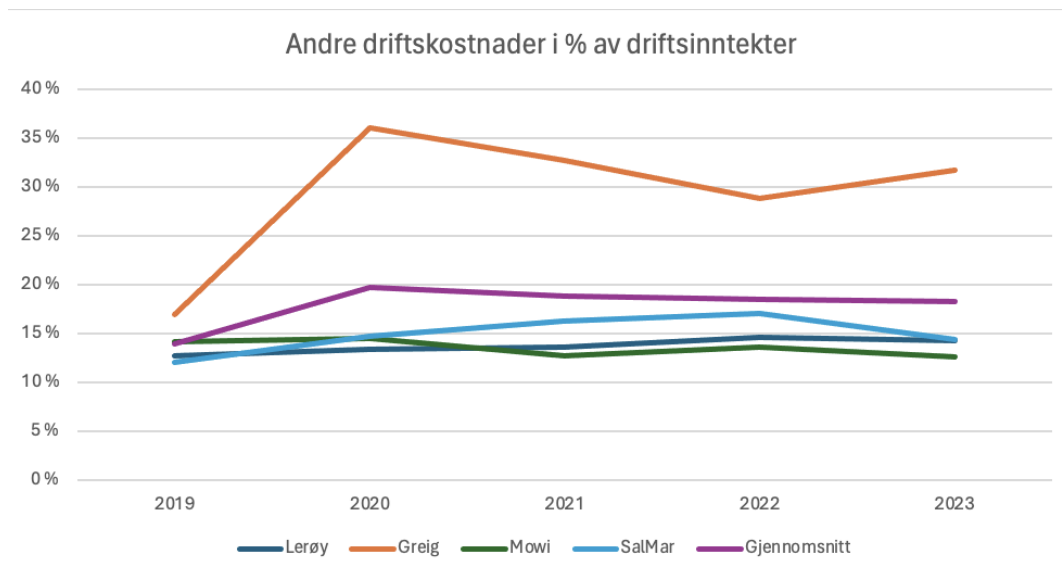
7.2.3. Andre driftskostnader

Andre driftskostnader er en samlebetegnelse for kostnader et selskap har, som ikke er knyttet direkte til salget, men som støtter produksjonen. Dette kan være leiekostnader, fraktkostnader eller vedlikeholdskostnader. SalMar har, som vist i tabellen nedenfor, hatt en gjennomsnittlig prosentandel på 15% de siste fem årene. Generelt ønsker bedrifter at andre driftskostnader som prosent av driftsinntekter skal være så lav som mulig, da dette indikerer en god kostnadskontroll og mer effektiv drift. For å vite om 15% er bra, har vi valg å sammenligne med tre andre selskaper i samme bransje, Lerøy, Mowi og Grieg.

Andre driftskostnader	2019	2020	2021	2022	2023
Andre driftskostnader	1,479,023	1,902,210	2,442,610	3,446,233	4,067,095
1 % av driftsinntekter	12%	15%	16%	17%	14%

Tabell 19. Andre driftskostnader fra 2019-2023. Tall i 1,000NOK

Vi ser fra grafen nedenfor at både Lerøy og Mowi i gjennomsnitt har 14% i andre driftskostnader som prosentandel av driftsinntektene. Grieg derimot, har et gjennomsnitt på 29%. Dette viser at gjennomsnittet til SalMar på 15% er lavere enn bransjegjennomsnittet på 18%, for alle de fem årene.



Figur 22. Andre driftskostnader i % av driftsinntekter for SalMar og sammenlignbare selskaper fra 2019-2023

Ettersom den prosentvise andelen for andre driftskostnader har holdt seg relativt stabilt på rundt 15% for SalMar, antar vi at den vil fortsette på samme nivå. Likevel, med utvidelsen innen offshore oppdrettsteknologien, kan det hende at det oppstår økte kostnader knyttet til infrastruktur eller administrasjon. Derfor tar vi høyde for en liten kronemessig økning i denne kostnadsposten. Prognoser for kommende andre driftskostnader er presentert i tabellen under.

Estimerte andre driftskostnader	2024	2025	2026	2027	2028
Andre driftskostnader	4,000,000	5,500,000	6,400,000	6,500,000	6,900,000
I % av driftsinntekter	13%	15%	16%	15%	15%

Tabell 20. Estimerte andre driftskostnader fra 2024-2028. Tall i 1,000NOK

7.2.4. Oppsummering

I kostnadsprognosen har vi sett på historiske kostnader, og estimert fremtidige kostnader. I tabellen nedenfor har vi samlet våre estimater, og funnet sum driftskostnader for de neste fem årene.

Estimerte driftskostnader	2024	2025	2026	2027	2028
Varekostnader	14,000,000	15,500,000	17,000,000	19,000,000	20,900,000
Lønnskostnader	2,800,000	3,100,000	3,400,000	4,000,000	4,200,000
Andre driftskostnader	4,000,000	5,500,000	6,400,000	6,500,000	6,900,000
Sum driftskostnader	20,800,000	24,100,000	26,800,000	29,500,000	32,000,000

Tabell 21. Estimerte driftskostnader fra 2024-2028. Tall i 1,000NOK

I tabell 22 har vi regnet ut EBITDA (Resultat før renter, skatt, avskrivninger og nedskrivninger). EBITDA gir et mål på en bedrifts lønnsomhet ved å isolere driftsrelaterte kostnader og vise hvor mye selskapet genererer fra hver krone i inntekt. Dette gjør det til et nyttig verktøy for å bedømme selskapets driftsevne og sammenligne lønnsomheten mellom ulike virksomheter (R, u.å.).

Estimert EBITDA	2024	2025	2026	2027	2028
Driftsinntekter	31,019,300	34,521,000	37,527,300	40,264,800	43,793,100
Driftskostnader	20,800,000	24,100,000	26,800,000	29,500,000	32,000,000
EBITDA	10,219,300	10,421,000	10,727,300	10,764,800	11,793,100

Tabell 22. Estimert EBITDA fra 2024-2028. Tall i 1,000NOK

7.3. Avskrivninger

Avskrivninger er regnskapstall som reduserer verdien av ulike eiendeler over tid. For SalMar og andre oppdrettsbedrifter er dette typisk pumper, merder, tanker, biler, bygninger og andre maskiner.

SalMar er ett stort og veletablert selskap, noe som vanligvis resulterer i en ganske jevn avskrivning. Som vist i tabell 23 har selskapet en avskrivning som har lagt på mellom 5% og 6% de siste fem årene. I årene 2022 og 2023 er det nokså store forskjeller fra året før i både avskrivninger og driftsinntekter. Med utvinning av ny teknologi vil det også bli flere maskiner og annet utstyr som blir avskrevet. Selv om det blir høyere avskrivning, resulterer de nye prosjektene i høyere driftsinntekt, som vist i tabellen under er det derfor ingen store endringer i avskrivningen sin prosentvise utvikling.

År	2019	2020	2021	2022	2023
Driftsinntekt	12,237,589	12,912,342	15,043,945	20,158,279	28,218,548
Avskrivning	716,807	780,972	803,136	1,001,053	1,419,159
Avskrivning i % av driftsinntekt	5.86%	6.05%	5.34%	4.97%	5.03%
Gjennomsnitt	5.45%				

Tabell 23. Avskrivninger fra 2019-2023. Tall i 1,000NOK

For avskrivningen for de neste fem årene fremover er det derfor trolig at selskapet vil fortsette å holde en nokså stabil avskrivning i forhold til driftsinntektene. Med en gjennomsnittlig avskrivning på 5.45% siden 2019, velger vi å bruke denne satsen også for de fem følgende årene fremover, som illustrert i tabell 24.

År	2024	2025	2026	2027	2028
Driftsinntekt	31,565,000	35,520,000	39,550,000	42,750,000	46,800,000
Avskrivning i % av driftsinntekt	5.45%	5.45%	5.45%	5.45%	5.45%
Avskrivning	1,720,293	1,935,840	2,155,475	2,329,875	2,550,600

Tabell 24. Estimerte avskrivninger fra 2024-2028. Tall i 1,000NOK

7.4. Skatt

Fra 1. januar 2023 ble det innført grunnrenteskatt på oppdrett av laks, ørret og regnbueørret, for selskaper som har overskudd på mer enn 70 millioner kroner. Denne skatten er på 25%, og kommer på toppen av den ordinære selskapsskatten på 22% (Regjeringen, 2023). SalMar, med all sin produksjon i Norge, påvirkes av begge disse skattesatsene. I 2024 utgjør den totale skattesatsen for SalMar 47% (SalMar, 2024).

7.5. Arbeidskapital (WC)

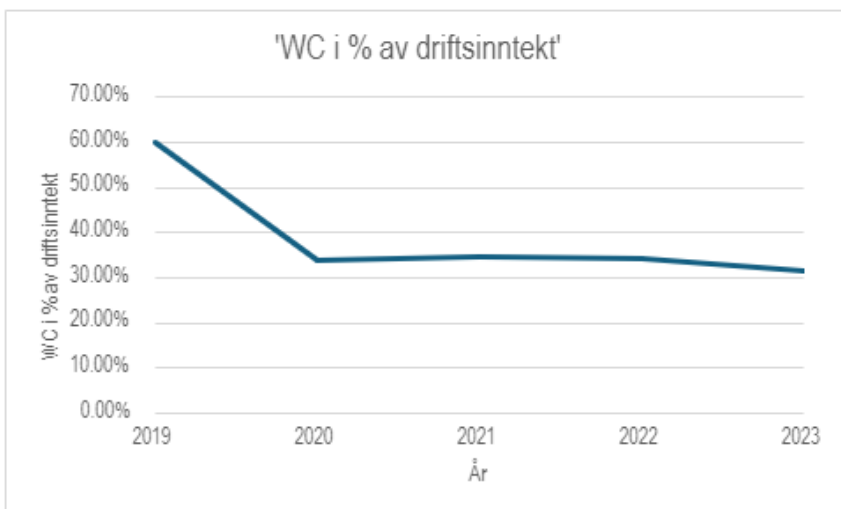
Ved en positiv arbeidskapital, betyr det at bedriften har tilstrekkelige kontantstrømmer til å møte sine betalingsforpliktelser i løpet av året, uten å måtte stole på ekstern finansiering (Hoff & Pedersen, 2019).

$$\text{Arbeidskapital} = (\text{Varelager} + \text{Kundefordringer}) - \text{Ikke rentebærende kortsiktig gjeld}$$

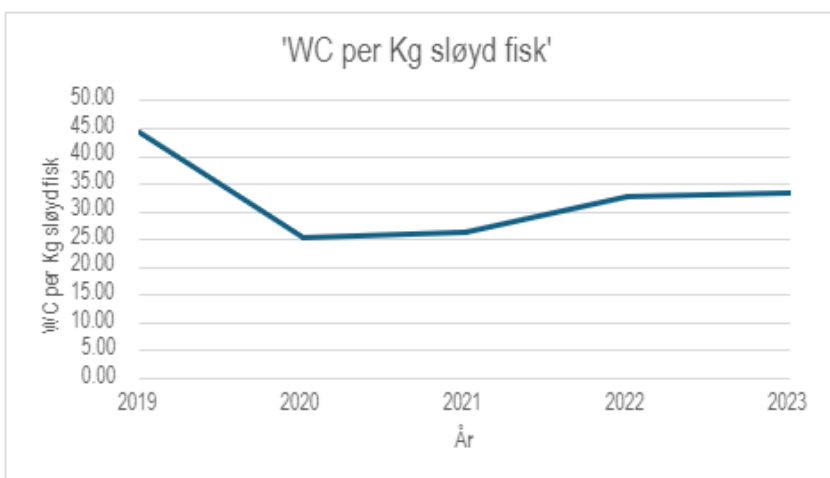
Formel 22. Arbeidskapital. Formel hentet fra: (Hoff & Pedersen, 2019)

En generell regel er at arbeidskapitalen til et selskap bør være 10-15% av driftsinntektene, men det er også viktig å se på dette i forhold til bransjen og konkurrerende bedrifter. Ut fra årsrapportene til SalMar, Mowi, Lerøy og Greig ligger arbeidskapitalen i prosent av driftsinntektene på omtrent 40%.

Vi har tatt arbeidskapitalen i forhold til både driftsinntekter, men og i forhold til antall kg sløyd fisk. Vi ser omtrent de samme trendene fra begge grafene som er vist under. Den er ganske høy i 2019, for så å være nokså stabil de følgende årene.



Figur 23. Arbeidskapital i prosent av driftsinntekter fra 2019-2023



Figur 24. Arbeidskapital per kg sløyd fisk fra 2019-2023

Arbeidskapitalen kan endre seg mye fra år til år, det kan være av grunner som kort kredittid, gunstige betalingsvilkår med leverandører eller effektiv lagerstyring. Effektiv lagerstyring går ut på å redusere behovet for å binde opp kapital i lagerbeholdning og dermed frigjøre kapital til å møte sine kortsiktige forpliktelser (Hoff & Pedersen, 2019).

Siden det er en nokså lik trend på både arbeidskapital i prosent av driftsinntekter og i prosent av kg sløyd fisk, velger vi å kun se på arbeidskapital i forhold til driftsinntekt. Her har SalMar hatt ett snitt på 39% over de fem siste årene, den var på hele 60% i 2019, men har lagt rundt 33.5% fra 2020 til 2023. Vi låser derfor arbeidskapital i prosent av driftsinntekter på 35% fra 2024 til 2028.

År	2024	2025	2026	2027	2028
Driftsinntekt	31,565,000	35,520,000	39,550,000	42,750,000	46,800,000
WC %	35%	35%	35%	35%	35%
Arbeidskapital	11,047,750	12,432,000	13,842,500	14,962,500	16,380,000
Endring i arbeidskapital	2,148,176	1,384,250	1,410,500	1,120,000	1,417,500

Tabell 2525. Estimert arbeidskapital fra 2024-2028. Tall i 1,000NOK

7.6. Investeringer (CapEx)

Investeringer, eller capital expenditures (CapEx) på engelsk, vil si å plassere penger i noe i håp om å generere positiv avkastning i fremtiden (Fernando, 2024a). Innen oppdrettsbransjen er typiske investeringer innen bygninger, maskiner og annet utstyr. SalMar har investert i utbygging av offshore oppdrett i håp om at det skal være lønnsomt for selskapet og øvrige interessenter over tid. For å beregne investeringer tar vi hensyn til endringene i PP&E (Property, plant & equipment) og legger til avskrivninger for perioden. Ved bruk av formelen nedenfor får vi en oversikt over SalMars totale investeringer i en gitt periode.

$$\text{Investeringer} = \Delta\text{PP\&E} + \text{Avskrivninger}$$

Formel 23. Investeringer. Formel hentet fra: (Hoff & Pedersen, 2019)

I tabell 26 har vi laget en oversikt over SalMars investeringer fra 2019 til 2023.

Investeringer	2019	2020	2021	2022	2023
Endring i PP&E	778,431	1,184,107	1,579,218	3,997,975	1,240,149
Avskrivninger	716,807	780,972	803,136	1,001,053	1,419,159
Investeringer	1,495,238	1,965,079	2,382,354	4,999,028	2,659,308
I % av driftsinntekter	12%	15%	16%	25%	9%

Tabell 26. Investeringer fra 2019-2023. Tall i 1,000NOK

SalMar har foretatt flere store investeringer innen smoltanlegg og offshore oppdrettsteknologi, og vil fortsette å investere i denne teknologien etter hvert som de utvikler flere anlegg. Investeringskostnaden for nye smoltanlegg i Senja og i Steinkjer var på over 3 milliarder kroner alene (SalMar, 2024). Etersom SalMar har planer om større utvidelser innen disse feltene har vi tatt høyde for en økning i investeringer i de neste fem årene.

Estimerte investeringer	2024	2025	2026	2027	2028
Endring i PP&E	1,000,000	1,300,000	1,400,000	1,600,000	1,800,000
Avskrivninger	1,677,139	1,867,481	2,031,073	2,180,142	2,372,058
Investeringer	2,677,139	3,167,481	3,431,073	3,780,142	4,172,058
I % av driftsinntekter	9%	9%	9%	9%	10%

Tabell 27. Estimerte investeringer fra 2024-2028. Tall i 1,000NOK

7.7. Oppsummering av FCFF

Ved bruk av alle prognosene vi har gjort i kapittel 7, får vi hva kontantstrømmen til totalkapitalen er de neste fem årene. Som man ser på tabellen under er kontantstrømmene fra alle årene veldig jevne og ligger på tallene mellom 1,600,000 og 3,500,000. Det er litt svingninger i løpet av årene, men ikke noe som er merkelig, noe som er helt normalt i en bedrift.

År	2024	2025	2026	2027	2028
Pris (NOK/kg)	107	111	113	114	117
Sløyd fisk (Tonn)	295,000	320,000	350,000	375,000	400,000
Driftsinntekt	31,565,000	35,520,000	39,550,000	42,750,000	46,800,000
Driftskostnader (-)	20,800,000	24,100,000	27,000,000	29,500,000	32,000,000
EBITDA	10,765,000	11,420,000	12,550,000	13,250,000	14,800,000
Avskrivninger (-)	1,720,293	1,935,840	2,155,475	2,329,875	2,550,600
EBIT	9,044,708	9,484,160	10,394,525	10,920,125	12,249,400
Skatt (-)	4,251,013	4,457,555	4,885,427	5,132,459	5,757,218
CapEx (-)	2,677,139	3,167,481	3,431,073	3,780,142	4,172,058
Avskrivninger	1,720,293	1,935,840	2,155,475	2,329,875	2,550,600
Endring i arbeidskapital (-)	2,148,176	1,384,250	1,410,500	1,120,000	1,417,500
FCFF	1,688,672	2,410,714	2,823,000	3,217,400	3,453,224

Tabell 28. Fremtidige kontantstrømmer fra 2024-2028. Tall i 1,000NOK

7.8. Terminalvekst

Terminalveksten til et selskap er den vekstraten som kontantstrømmene antas å vokse med i uendelig tid. Denne raten settes til det siste året med kontantstrømmer i en DCF-modell (Discounted cash flow model). En positiv terminalvekst indikerer at selskapet vil fortsette å vokse inn i fremtiden, mens en negativ terminalvekst indikerer at selskapet vil opphøre å eksistere. En viktig faktor å ta hensyn til når man skal fastslå terminalveksten til et selskap, er at den ikke må være høyere enn veksten i bruttonasjonalprodukt (BNP). Dersom terminalveksten er høyere enn BNP, antyder det at selskapet vil vokse raskere enn økonomien som helhet over tid (Vipond, u.å.). Fra 1980 til 2023 har den gjennomsnittlige globale veksten i BNP vært 3.5%, mens per desember 2023 er den globale veksten 3.2% (IMF, 2024b).

Selskaper vil normalt vokse med terminalvekst når de oppnår et modent stadium.

Terminalveksten vil normalt sett være relativt lav ettersom flere av selskapets ressurser vil omdirigeres til å forsvare sin eksisterende markedsandel i bransjen. For modne selskaper vil terminalveksten ofte settes til et sted mellom historisk inflasjonsrate og gjennomsnittlig BNP (Vipond, u.å.). I Norge er inflasjonsraten per 2023 på 5.5%, og vi antar med tiden at den kommer til å reduseres nærmere 2% (IMF, 2024a). SalMar har i årsrapporten for 2023 oppgitt en terminalvekst for selskapet i Norge på 2.5% (SalMar, 2024). På bakgrunn av disse tallene og SalMars vekstplaner har vi satt SalMars terminalvekst lik 2.5%.

8. Avkastningskrav

8.1. Avkastningskrav til egenkapitalen

Avkastningskravet til egenkapitalen er gitt ved kapitalverdimodellen, som ble forklart i kapittel 4.1.1.

8.1.1. Risikofri rente

En risikofri rente er den avkastningen man får på en risiko-fri investering. Det er imidlertid ingen investeringer som er helt risikofri, derfor brukes ofte renten på statsobligasjoner som et mål på risikofri rente. Dette skyldes at statsobligasjoner anses å ha minimal kredittrisiko, altså liten fare for at låntakeren ikke betaler tilbake (Aevi, u.å.). Vi har valgt å bruke en 10-årig norsk statsobligasjon med rente på 3.9% som risikofri rente (PWC, 2023b).

8.1.2. Regresjonsbeta

Regresjonsbetaen til SalMar og andre sammenlignbare selskaper er historiske tall hentet fra Oslo børs. Betaen er regnet ut fra daglig avkastning fra 31.12.18 til 31.12.23. Vi har brukt OSBEX som referanseindeks for å regne ut betaene. Som man kan se på tabellen under er det ingen store sprang mellom de ulike bedriftene, SalMar har lavest beta på 0.76, og Grieg har den høyeste beta på 0.91. Dette kan tyde på at SalMar er ett ganske stabilt selskap i bransjen, med lav risiko.

Selskaper	Beta
SalMar	0.76
Lerøy	0.86
Grieg	0.91
Mowi	0.79
Gjennomsnitt	0.83

Tabell 29. Regresjonsbeta for SalMar og sammenlignbare selskaper

8.1.3. Fundamental beta

Den fundamentale betaen beregnes ved å bruke regresjonsbetaene til sammenlignbare selskaper for å finne industrien sin gjeldsupåvirket beta. Deretter bruker vi gjeldsgraden til SalMar for å beregne hva som er den gjeldspåvirket betaen. SalMar sin regresjonsbeta er 0.76, mens den fundamentale betaen er noe høyere på 0.89.

Selskap	Gjeldsgrad (G/EK)	Skattesats	Levered beta	Unlevered beta
Lerøy	1.08	47%	0.86	0.55
Grieg	1.05	47%	0.91	0.58
Mowi	1.19	47%	0.79	0.49
Gjennomsnitt	1.11	47%	0.83	0.52
Gj.sn. Unleverd be	0.52			
Est. Leverd beta	0.89			

Tabell 30. Fundamental beta for SalMar og sammenlignbare selskaper

8.1.4. Justert beta

Selskaper blir som oftest større, og det blir flere inntektskilder og eiendeler over tid. Som et resultat vil de fleste selskaper gradvis nærme seg markedets beta, som er 1. Ved å beregne den justerte betaen tar man hensyn til denne utviklingen, og dermed får man en beta som ikke bare er basert på selskapets historiske data, men som også tar hensyn til selskapets forventede utvikling mot markedets gjennomsnittlige risikonivå (Finanssans, 2023a). Som vist i tabell 31 kan vi se at den justerte regresjonsbetaen blir 0.84, og den justerte fundamentalbetaen blir enda nærmere 1, på 0.93.

$$\text{Justertbeta} = \text{rawbeta} \times (0.67) + 1 \times (0.33)$$

Formel 24. Justert beta. Formel hentet fra:(Damodaran, 2012)

Regresjonsbeta	
Rå regresjonsbeta	0.76
Justert regresjonsbeta	0.84
Fundamental beta	
Rå fundamentalbeta	0.89
Justert fundamentalbeta	0.93

Tabell 31. Justert beta for SalMar

8.1.5. Markedsrisikopremie

Markedsrisikopremien er forventet avkastning for markedsporteføljen minus risikofri rente, og representerer den ekstra avkastningen man får ved å investere i en mer risikofylt investering. Altså en ekstra avkastning man får for å påta seg mer risiko. Fra 2015 til 2023 har medianen for markedsrisikopremien vært på 5%, og i 2023 har gjennomsnittlig premie vært på 5%. Antagelsen er at den vil fortsette på dette nivået i fremtiden (PWC, 2023). Vi har derfor valgt å bruke en markedsrisikopremie på 5% i denne oppgaven.

8.1.6. Oppsummering av avkastningskrav til egenkapital (CAPM)

For å beregne total kapitalens avkastningskrav (WACC), må vi først beregne avkastningskravet til egenkapitalen (CAPM). Som tidligere nevnt i dette kapitlet, har vi valgt en risikofri rente på 3.9%, basert på 10-års norske statsobligasjoner. Risikopremien vi benytter i beregningen er 5%. Vi bruker den justerte fundamentale betaen, som reflekterer forventet risiko i forhold til markedet som nærmer seg 1 over tid, slik som forventet for et selskap. Dette resulterer i et avkastningskrav til egenkapitalen på 8.55%.

$$CAPM = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$$

$$CAPM = 3.9\% + 0.93 \times (5\%) = 8.55\%$$

8.2. Avkastningskrav til total kapital

I dette kapitlet skal vi finne parameterne som kreves for å kunne utlede avkastningskravet til total kapitalen, WACC. I kapittel 8.1 fant vi egenkapitalkostnaden ved kapitalverdimodellen, så i dette kapitlet skal vi finne SalMars total kapital og gjeldskostnaden.

8.2.1. Markedsverdi av egen kapital

Markedsverdien av egen kapitalen til et selskap finner man ved å multiplisere antall utestående aksjer med aksjekursen. Vi bruker markedsverdien fordi den representerer hva selskapet er verdt i forhold til finansmarkedene, mens den bokførte verdien viser verdien i forhold til regnskapet. Vi har valgt å finne markedsverdien av egen kapitalen per 31. desember 2023, ettersom det er denne datoen vi skal verdsette SalMar.

Markedsverdi egen kapital	
Askjekurs 31.12.23	569,2
Antall aksjer	132 038 920
Markedsverdi EK	75 156 553 264

Tabell 32. Markedsverdi egen kapital

8.2.2. Egenkapitalkostnad

Egenkapitalkostnaden er den avkastningen et firma betaler sine investorer som kompensasjon for den ekstra risikoen de påtar seg ved å investere i selskapet. Kostnaden er gitt ved CAPM, som ble vist i 8.1.6, hvor en beta på 0.93 gav en egenkapitalkostnad på 8.55%

8.2.3. Markedsverdi av gjeld

Det kan være vanskelig å finne markedsverdien av gjelden til et selskap, da man må finne summen av markedsverdiene til alle gjeldspostene. I denne oppgaven har vi valgt å bruke verdien av rentebærende gjeld som et mål på markedsverdien av gjeld.

Markedsverdi gjeld	
Langsiktig rentebærende gjeld	12,221,226
Langsiktige leieforpliktelser	1,501,741
Kortsiktig rentebærende gjeld	1,680,742
Kortsiktige leieforpliktelser	343,753
Rentebærende gjeld	15,747,462

Tabell 33. Markedsverdi gjeld. Tall i 1,000NOK

8.2.4. Gjeldskostnad

Gjeldskostnaden representerer avkastningen selskapet gir til sine långivere og kreditorer. Avkastningen skal veie opp for risikoen långiverne og kreditorene tar ved å låne til selskapet. For å beregne gjeldskostnaden, kan man legge til selskapets misligholds risiko til den risikofrie renten (CFI Team, u.å.). I denne oppgaven har vi derimot valgt å se på historisk rentebærende gjeld og rentekostnader for å beregne gjeldskostnaden. Ved å dividere rentekostnadene på rentebærende gjeld finner vi gjeldskostnaden for hvert år. Gjennomsnittlig gjeldskostnad for SalMar fra 2019 til 2023 er 3.8%.

Gjeldskostnad	2019	2020	2021	2022	2023
Rentebærende gjeld	3,762,713	6,049,757	6,445,000	23,217,390	15,747,462
Rentekostnader	170,190	149,854	184,646	364,247	1,223,000
Gjeldskostnad	4.5 %	2.5 %	2.9 %	1.6 %	7.8 %

Tabell 34. Gjeldskostnaden for SalMar fra 2019-2023. Tall i 1,000NOK

8.2.5. Skatt

I punkt 7.4 fant vi at SalMars totale skattesats er 47%, som inkluderer både selskapsskatt og grunnrenteskatt. I beregningen av WACC har vi derfor også valgt å inkludere begge skattesatsene i utregningen av avkastningskravet til totalkapitalen.

8.2.6. Oppsummering av avkastningskrav til totalkapitalen (WACC)

Avkastningskravet til totalkapitalen er beregnet ved å bruke forholdet mellom markedsverdi av egenkapital og verdien, og markedsverdi av gjeld i forhold til verdien. Disse forholdene er hver for seg sett i sammenheng med egenkapitalkostnaden på 8.55% og gjeldskostnaden på 3.8%, som vist i formelen under. Disse tallene gir SalMar en WACC på 7.42%. Dette avkastningskravet brukes i verdsettelsen til å diskontere fremtidige frie kontantstrømmer som tilhører både egenkapitaleiere og gjeldseiere.

$$\begin{aligned} WACC &= \left(\frac{75,156,553,264}{90,904,015,264} \times 8.55\% \right) + \left(\frac{15,747,462,000}{90,904,015,264} \times 3.8\% \times (1 - 47\%) \right) \\ &= 7.42\% \end{aligned}$$

9. Verdiberegning

I kapittel 7 fant vi kontantstrømmene som vi har diskontert med total kapitalavkastningskravet, WACC, som vi fant i kapittel 8. For å regne ut terminalverdien og nåverdiene av kontantstrømmene har vi brukt metodene vi viste til i kapittel 4. I tabellen nedenfor har vi diskontert kontantstrømmene for hvert år og terminal verdien, og får en netto selskapsverdi på 61 milliarder kroner.

År	2024	2025	2026	2027	2028
FCFF	1,688,672	2,410,714	2,823,000	3,217,400	3,453,224
WACC	7.42%	7.42%	7.42%	7.42%	7.42%
Diskonteringsfaktor	0.93	0.87	0.81	0.75	0.70
Terminalverdi					71,942,167
Nåverdi FCFF	1,572,028	2,089,178	2,277,484	2,416,375	2,414,343
Nåverdi terminalverdi					50,298,817

Tabell 35. Nåverdi av kontantstrømmer og terminalverdi. Tall i 1,000NOK

Vi har nå funnet totalverdien til SalMar, men vi ønsker å verdsette egenkapitalen og trekker derfor fra gjelden for å finne egenkapitalverdien. Vi trekker fra netto rentebærende gjeld, da vi har brukt dette i utregningen av avkastningskravet. Dette gir oss en egenkapitalverdi på 45 milliarder kroner, som vist i tabellen under.

Nåverdi av kontantstrøm	10,769,409
Nåverdi av terminalverdi	50,298,817
= Selskapsverdi	61,068,226
Netto rentebærende gjeld (-)	15,747,462
= Egenkapitalverdi	45,320,764

Tabell 36. Egenkapitalverdi. Tall i 1,000NOK

For å finne aksjeprisen per 31.12.2023 har vi delt egenkapitalverdien på antall utestående aksjer. Ved bruk av den fundamentale verdsettelsen har vi fått en aksjepris på 343 kroner.

Sammenlignet med den faktiske aksjeprisen fra 31.12.2023 som var 569, er denne aksjeprisen relativt lav. Dette kan skyldes en høy gjeld, som gjør at egenkapitalverdien blir lavere. Som tidligere nevnt har SalMar tatt opp mye lån de siste årene. Det kan også skyldes faktorer i

markedet som ikke nødvendigvis reflekteres i regnskapet. Noen av faktorene innebærer høye forventninger til vekst og bra omdømme i markedet, som kan føre til at de blir overpriset.

Egenkapitalverdi	45,320,764,000
Antall utestående aksjer	132,038,920
Aksjepris	343

Tabell 37. Fundamental aksjepris

10. Sensitivitetsanalyse

I en fundamental verdsettelse tar man flere forutsetninger inne blant annet vekst og fremtidige kontantstrømmer. På bakgrunn av dette skal vi i dette kapittelet gjennomføre en sensitivitetsanalyse for å vurdere hvordan endringer i ulike faktorer kan påvirke aksjeprisen. De faktorene vi har valgt er slaktevolum og pris, samt terminalveksten og total kapitalavkastningskravet, WACC.

10.1. Pris

Prisen på laks utgjør en vesentlig del av verdsettelsen da inntektene bestemmes av pris*mengde. Dersom man endrer prisen på laks, vil dette påvirke kontantstrømmene og videre påvirke aksjeprisen positivt eller negativt. Ettersom prisen er en så betydningsfull faktor, ser man at selv små endringer vil påvirke aksjeprisen til selskapet. I tabellen nedenfor har vi demonstrert hvordan endringer i lakseprisen påvirker aksjeprisen til SalMar.

Endring i laksepris	-5	-3	-1	0	1	3	5
Aksjepris	69.76	179.15	288.54	343	397.93	507.3	616.71
% endring aksjepris	-80%	-48%	-16%	0%	16%	48%	80%

Tabell 38. Sensitivitet i endring av laksepris

Som vi ser av tabellen, kan selv en liten endring i laksepris endre aksjeprisen betydelig. Vi kom frem til en fundamental aksjepris på 343 kroner, mens den faktiske aksjeprisen per

31.12.2023 var 569 kroner. Dette viser at våre estimater kan være unøyaktige og at andre faktorer kan ha spilt en rolle i å drive opp aksjeprisen.

10.2. Produksjonsvolum

Sånn som prisen, spiller også volumet av sløyd fisk en stor rolle på inntekten til SalMar, da dette er mengden i pris*mengde. Som vist i tabellen under gjør små prosentendringer i mengden med fisk, stor forskjell på aksjeprisen. Vi har på den ene siden økt volumet og den andre siden satt ned volumet med 10% på hver side. Med disse prosentvise endringene ser vi at dette påvirker aksjeprisen til å gå fra 7kr til 680kr.

Sløyd fisk							
Endring i sløyd fisk %	-10%	-7.5%	-5%	0%	5%	7.5%	10%
Aksjepris	7	91	175	343	512	596	680
Endring i aksjepris %	-92%	-48%	-96%		49%	16%	14%

Tabell 39. Sensitivitet i endring av produksjonsvolum

Produksjonsvolumet er en variabel som gir mye forventninger i markedet. SalMar har som tidligere nevnt et mål om å produsere 150,000 tonn bare fra den nye teknologien sin alene. I tillegg ser vi en økning i tonn sløyd fisk hvert år. Dette er med på å presse opp aksjeprisen både på grunn av inntekt, men også forventninger.

10.3. WACC og Terminalvekst

Aksjeprisen er sensitiv for både endring i WACC og endring i terminalvekst raten. Som vist i tabellene under ser vi at endring i WACC er mer sensitiv enn endring i terminalveksten. På en 3% endring i WACC utgjør det en differanse i aksjeprisen på 311kr, mens en 3% endring i terminalveksten gir en forskjell på 268kr.

Endring i WACC	6 %	6,50 %	7 %	7,42 %	8 %	8,50 %	9 %
Aksjepris	538	454	388	343	293	257	227
% endring i aksjepris	57 %	32 %	13 %	0 %	-15 %	-25 %	-34 %

Tabell 40. Sensitivitet i endring av WACC

Terminalveksten påvirker den evige kontantstrømmen som diskonteres til nåverdi. Dersom vi øker terminalveksten, kan det føre til høyere kontantstrømmer og dermed høyere aksjepris. Dette ser vi fra tabellen nedenfor, dersom vi øker terminalveksten fra 2.5% til 4% øker aksjeprisen med 51%. Dersom vi derimot reduserer terminalveksten fra 2.5% til 1% fører det til en reduksjon i aksjeprisen med -27%.

Endring i WACC	6%	6.50%	7%	7.42%	8%	8.50%	9%
Aksjepris	538	454	388	343	293	257	227
% endring i aksjepris	57%	32%	13%	0%	-15%	-25%	-34%

Tabell 41. Sensitivitet i endring av terminalvekst

11. Relativ verdsettelse

I den relative verdsettelsen har vi valgt å bruke fire multiplikatorer for å regne ut aksjeprisen til SalMar. Dette inkluderer price/earnings, price/book, enterprise value/EBITDA og enterprise value/kg. Vi har brukt de tre sammenlignbare selskapene som tidligere i oppgaven, for å regne ut multiplikatorene. For å finne aksjeprisen til SalMar har vi tatt gjennomsnittet av multiplikatorene.

Price/earnings (P/E)

P/E multiplikatoren måler et selskaps aksjepris relativt til EPS (Earnings per share) eller fortjeneste per aksje på norsk. Denne multiplikatoren kan brukes til å sammenligne historisk data for et selskap, eller mot andre selskaper. I tabellen nedenfor har vi sammenlignet SalMar sin P/E mot Lerøy, Mowi og Grieg. En høy P/E kan tyde på at et selskap er overpriset, eller at investorer forventer høy vekst i selskapet (Fernando, 2024b). Resultatet etter skatt for Lerøy har gått fra 3 milliarder kroner i 2022 til 200 millioner i 2023, noe som kan forklare den høye P/E multiplikator til selskapet i 2023.

	SalMar	Lerøy	Mowi	Grieg	Gjennomsnitt
Aksjepris	569.2	41.8	182.0	68.3	215.3
ESP	25.8	0.5	9.8	6.0	10.5
P/E	22.1	91.0	18.6	11.4	35.8

Tabell 42. Price/Earnings for SalMar og sammenlignbare selskaper

Vi tar den gjennomsnittlige P/E multiplikatoren og multipliserer med resultat per aksje for å finne aksjeverdien ved bruk av denne multipelen.

$$35.8 * 25.8 = 923.64$$

Price/book (P/B)

Price/book multiplikatoren brukes av investorer for å sammenligne et selskaps markedsverdi med bokført verdi, og finne undervurderte selskaper. Vanligvis ser man at et selskaps markedsverdi er høyere enn bokført verdi, noe som gjelder for alle de fire selskapene som vises i tabellen nedenfor. P/B multipler under 1.0 betraktes ofte som attraktive investeringer, men det er viktig å sammenligne med bransjestandarder for å gjøre en nøyaktig vurdering. SalMar har høyere P/B enn de sammenlignbare selskapene, dette kan tyde på at markedet har forventninger om høyere vekst eller bedre potensiale hos SalMar enn hos de andre selskapene. Det kan imidlertid også indikere at SalMar er overvurdert eller feilpriset (Fernando, 2024c).

	SalMar	Lerøy	Mowi	Grieg	Gjennomsnitt
Aksjepris	569.2	41.8	182.0	68.3	215.3
Bokverdi per aksje	175	33.4	82.6	58.8	87.4
P/B	3.3	1.3	2.2	1.2	2.0

Tabell 43. Price/Book for SalMar og sammenlignbare selskaper

Vi har valgt å bruke industrigjennomsnittet for å beregne aksjepris for SalMar ved bruk av P/B multiplikatoren, og får en aksjepris på 344kr.

$$2.0 * 175 = 344$$

Enterprise value/EBITDA

EV/EBITDA brukes av investorer for å sammenligne selskaper, for så å ta en investeringsbeslutning. Sammenligning av selskaper i samme bransje er avgjørende for å vurdere hva som utgjør en god EV/EBITDA, men generelt betraktes et tall under 10 som gunstig. Alle de fire selskapene i tabellen nedenfor ligger under 10, noe som indikerer at de er rimelig priset i forhold til deres inntjeningsevne og gjeldsnivå (Maverick, 2022).

	SalMar	Lerøy	Mowi	Grieg	Gjennomsnitt
EV	90,118,744,264	31,547,065,771	119,855,898,562	12,652,115,969	63,543,456,141
EBITDA	9,507,059,000	4,694,408,000	13,882,770,000	1,535,433,000	7,404,917,500
EV/EBITDA	9.5	6.7	8.6	8.2	8.3

Tabell 44. Enterprise Value/EBITDA for SalMar og sammenlignbare selskaper

Vi har brukt bransjegjennomsnittlig EV/EBITDA for å regne ut aksjeprisen for SalMar.

$$\text{Aksjepris} = \frac{\left(\frac{EV}{EBITDA} * EBITDA\right) - \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Antall utestående aksjer}}$$

$$\frac{(8.3 * 9,507,059,000) - 15,747,462,000}{132,038,920} = 478$$

Enterprise value/kg

EV/kg multiplikatoren gir innsikt i forholdet mellom børsverdien til et selskap og mengden fisk de faktisk slakter. Denne multiplikatoren kan brukes for å vurdere om et selskap er over eller underpriset. SalMar har den høyeste EV/kg multiplikatoren, noe som kan tyde på at de er overvurdert i markedet, og at de får mest penger per kilo slaktet laks. Det kan imidlertid også tyde på at markedet verdsetter SalMar høyere per kilo slaktet fisk sammenlignet med sine

konkurrenter. Dette kan skyldes ulike faktorer som markedsposisjon, effektivitet i driften eller vekstutsikter (Berge, 2013).

	SalMar	Lerøy	Mowi	Grieg	Gjennomsnitt
EV	90,118,744,264	31,547,065,771	119,855,898,562	12,652,115,969	63,543,456,141
KG	266,500,000	160,000,000	475,000,000	87,000,000	247,125,000
EV/KG	338.2	197.2	252.3	145.4	233.3

Tabell 45. Enterprise value/kg for SalMar og sammenlignbare selskaper

$$\text{Aksjepris} = \frac{\text{Kilo sløyd fisk} * \frac{EV}{kg}}{\text{Antall utestående aksjer}}$$

$$\frac{266\,500\,000 * 338.2}{132\,038\,920} = 683$$

Oppsummering av relativ verdsettelse

De fire ulike multiplikatorene gir oss betydelig variasjon i aksjeprisene. Vi ser imidlertid at et gjennomsnitt av disse gir oss en troverdig aksjepris på 609 kroner. Sammenlignet med den faktiske aksjeprisen fra 31.12.2023, er denne aksjeprisen omtrent 40 kroner høyere.

Multiplikatorer	Verdi
P/E	932.64
P/B	344
EV/EBITDA	478
EV/KG	683
Gjennomsnittlig aksjepris	609.41

Tabell 46. Relativ aksjepris

12. Verdiestimering

I dette kapitlet tar vi for oss de aksjeprisene vi har beregnet i den fundamentale verdsettelsen og den relative verdsettelsen, for å sette en endelig aksjepris for SalMar 31. desember 2023.

Den fundamentale verdsettelsen går over flere steg, noe som gjør den mer krevende. I tillegg til å sammenligne med selskaper i industrien, har vi predikert hvordan vi tror fremtiden til SalMar vil bli basert på den strategiske analysen og regnskapet. Her fikk vi en aksjepris som er noe lav i forhold til hva den faktiske aksjeprisen var. Ettersom at SalMar er et veletablert selskap er det også nyttig å regne ut hva aksjeprisen blir fra en relativ verdsettelse. Denne aksjeprisen ble noe nærmere den faktiske aksjeprisen.

Vi har konkludert med at den relative verdsettelsen gjenspeiler bedre hva en riktig pris for SalMar er enn den fundamentale verdsettelsen, og vekter derfor den relative høyere enn den fundamentale når vi setter den endelige aksjeprisen på 542.81kr.

	Fundamental verdsettelse	Relativ verdsettelse
Aksjepris	343	609.41
Vekting	25%	75%
Endelige aksjepris	542.81	

Tabell 47. Endelig aksjepris for SalMar

13. Konklusjon

Gjennom denne oppgaven har vi utforsket ulike faktorer og temaer for å komme frem til en verdi for oppdrettsselskapet SalMar. Som nevnt i begynnelsen av denne oppgaven, var vår problemstilling:

“Hva er aksjeprisen til SalMar per 31.12.23?”

For å finne svaret på vår problemstilling valgte vi å gjøre en fundamental verdsettelse og en relativ verdsettelse. Den fundamentale verdsettelsen ga oss en aksjepris som var relativt lav i forhold til den faktiske prisen. Noen årsaker til dette kan være at SalMar har høy gjeld, og det er høye forventninger i markedet. Vi endte derfor opp med å vekte den fundamentale verdsettelsen til 25% av den endelige aksjeprisen. Vi beregnet den relative verdsettelsen ved å finne verdien av fire ulike multiplikatorer, dette ga oss en høyere aksjepris. Siden SalMar er et veletablert selskap, tar vi denne verdsettelsen med i beregningen av den endelige aksjeprisen og veier denne til 75% av den endelige aksjeprisen. Kombinasjonen av disse verdsettelsene ble en endelig aksjepris på 542.81kr per 31.12.23.

14. Kritikk av verdsettingen

I starten av oppgaven måtte vi innhente informasjon av SalMar og oppdrettsnæringen. For å kunne gjøre en grundig verdsettelse er det viktig å ha tilstrekkelig med informasjon om selskapet og bransjen. Vi har brukt mange forskjellige kilder gjennom verdsettelsen, men mye av informasjon om SalMar er hentet fra deres egen nettside og årsrapporter. Mye av det som er skrevet av selskapet, er for å sette dem i ett godt lys. Det er trolig at dette har gitt oss et optimistisk syn av bedriften, i tillegg til en interesse og eget syn av SalMar.

Gjennom denne oppgaven har det vært mye skriving om den nye og lovende teknologien til samarbeidet mellom SalMar og Aker Ocean. Det store fokuset på denne teknologien har trolig påvirket vårt syn på fremtiden til SalMar.

Vi har tatt mange skjønnsmessige vurderinger for å predikere fremtiden til SalMar. Noen av disse vurderingene er fremtidig vekst og fremtidige kontantstrømmer. Fremtidige kontantstrømmer er basert på en antagelse vi har tatt om hvor høyt slaktevolum SalMar vil ha fem år frem i tid, i tillegg til hva lakseprisen vil bli. Disse predikasjonene er hentet fra den strategiske analysen, hvor vi ikke nødvendigvis har fått med oss alle faktorene som er i samfunnet og bedriften.

Det er en rekke ulike teorier og metoder for hvordan man kan verdsette ett selskap. I løpet av vår bachelor har vi hatt faget BØK440 Finansregnskap og verdsettelse. I dette faget jobbet vi hovedsakelig med fundamental og relativ verdsettelse, derfor følte det naturlig for oss å bruke denne kunnskapen til å verdsette SalMar. Pensumboken for dette faget er Investment Valuation av Aswath Damodaran, og vi har derfor basert metoden for beregningen av verdsettelsen fra den boken.

Kilder

- Aevi. (u.å.). *Risikofri rente*. Hentet 25. april 2024, fra <https://www.aevieiendom.no/ressurser/fagbegreper/risikofri-rente>
- Akvakulturloven. (u.å.). *Lov om akvakultur (akvakulturloven)—Kapittel II. Akvakulturtillatelse—Lovdata (LOV-2005-06-17-79)*. Lovdata. Hentet 2. april 2024, fra https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-06-17-79/KAPITTEL_2#KAPITTEL_2
- Alonso, T. (2023, desember 5). *Porter's Five Forces (2024): The Definitive Overview (+ Examples)*. <https://www.cascade.app/blog/porters-5-forces>
- Angwin, D., Johnson, G., Regner, P., Scholes, K., & Whittington, R. (2017). *Exploring strategy* (11. utg.). Pearson Education.
- Animalia. (2019, januar 21). *Hvordan skal vi produsere nok mat til en voksende befolkning?* <https://animalia.no/no/animalia/aktuelt/barekraft/>
- Arnarlax. (u.å.-a). *We Are Built on a Heritage of Respecting and Valuing Nature*. Arnarlax. Hentet 2. februar 2024, fra <https://arnarlax.is/about/about-us/>
- Arnarlax. (u.å.-b). *We Believe in Transparent Business*. Arnarlax. Hentet 2. februar 2024, fra <https://arnarlax.is/investors/>
- ArcticOffshoreFarming. (u.å.). *Arctic Offshore Farming*. Arctic Offshore Farming. Hentet 20. mars 2024, fra <https://www.arcticoffshorefarming.no>
- Barentswatch. (2024, april 11). *Bærekraft i havbruk*. <https://www.barentswatch.no/havbruk/romming>
- Berge, A. (2013, mars 11). *Mest laks for pengene*. iLaks. <https://ilaks.no/mest-laks-for-pengene/>
- BusinessNorway. (2024, februar 7). *Norwegian technology for sustainable aquaculture*. <https://businessnorway.com/articles/norwegian-technology-for-sustainable-aquaculture>
- CFI Team. (u.å.). *Cost of Debt*. Corporate Finance Institute. Hentet 28. april 2024, fra <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/cost-of-debt/>
- Corporatefinanceinstitute. (u.å.). *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*. Corporate Finance Institute. Hentet 29. februar 2024, fra <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/what-is-capm-formula/>
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (3. utg.). Wiley-Blackwell.
- Danao, M. (2024, februar 12). *Porter's Five Forces: Definition & How To Use The Model – Forbes Advisor*. <https://www.forbes.com/advisor/business/porters-five-forces/>
- Dyrevernalliansen. (u.å.). *Fiskeoppdrett. Dyrevernalliansen*. Hentet 22. februar 2024, fra <https://dyrevern.no/vart-arbeid/fiskeoppdrett/>
- Egeness, F.-A. (2022, mars 6). *Krigen i Ukraina skaper usikkerhet også for sjømateksporten: 55.000 tonn laks trenger nye markeder*. IntraFish.No | De Siste Nyhetene Om Oppdrettsnæringen. <https://www.intrafish.no/kommentarer/krigen-i-ukraina-skaper-usikkerhet-ogsaa-for-sjomateksporten-55-000-tonn-laks-trenger-nye-markeder/2-1-1179207>
- Fagerbakke, C. (2023, mars 13). *Luseforebygging og ny teknologi i oppdrett til havs*. Havforskningsinstituttet. <https://www.hi.no/hi/nyheter/2023/mars/luseforebyggende-tiltak-og-ny-teknologi-til-oppdrett-til-havs>
- Fernando, J. (2024a, februar 8). *Capital Expenditure (CapEx) Definition, Formula, and Examples*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/c/capitalexpenditure.asp>

Fernando, J. (2024b, februar 9). *P/E Ratio Definition: Price-to-Earnings Ratio Formula and Examples*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/p/price-earningsratio.asp>

Fernando, J. (2024c, februar 27). *Price-to-Book (PB) Ratio: Meaning, Formula, and Example*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/p/price-to-bookratio.asp>

Fiken. (u.å.-a). *Hva er likviditetsgrad—Fiken forklarer*. Hentet 11. april 2024, fra <https://fiken.no/forklarer/likviditetsgrad>

Fiken. (u.å.-b). *Hva er SWOT-analyse—Fiken forklarer*. Hentet 8. april 2024, fra https://fiken.no/forklarer/swot-analyse?gad_source=1&gclid=CjwKCAjw8diwBhAbEiwA7i_sJeHorXijoBCQJAAJyaXZd_T_JoG5SdaZ-LHSXYR2If60VG23eb-XvhoCGHwQAvD_BwE

Fiken. (u.å.-c). *Hva er total kapitalrentabilitet—Fiken forklarer*. Hentet 11. april 2024, fra https://fiken.no/forklarer/totalkapitalrentabilitet?gad_source=1&gclid=Cj0KCQjwlN6wBhCcARIsAKZvD5gIZN5LmufJCWpN0hwT5wkBMigTani_9v3C5_g8qhLY5OSHzYCTzUcaAoiwEALw_wcB

Finansdepartementet. (2019a, november 4). *NOU 2019: 18* [NOU]. Regjeringen.no; regjeringen.no. <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2019-18/id2676239/?ch=5>

Finansdepartementet. (2019b, november 4). *NOU 2019: 18 - Skattlegging av havbruksvirksomhet* [NOU]. Regjeringen.no; regjeringen.no. <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2019-18/id2676239/>

Finanseksperter. (u.å.). *Egenkapitalrentabilitet*. Finanseksperter.no. Hentet 11. april 2024, fra <https://finanseksperter.no/egenkapitalrentabilitet/>

Finanssans. (2023a, juli 19). *Beta – Hvordan aksjen beveger seg i forhold til markedet*. <https://www.finanssans.no/aksjer/beta>

Finanssans. (2023b, juli 27). *Systematisk og usystematisk risiko*. <https://www.finanssans.no/aksjer/systematisk-og-usystematisk-risiko>

Fish Pool. (u.å.-a). *Forward Prices – Fish Pool*. Hentet 20. mars 2024, fra <https://fishpool.eu/forward-prices/>

Fish Pool. (u.å.-b). *Price History – Fish Pool*. Hentet 20. mars 2024, fra <https://fishpool.eu/price-history/>

Fiskedirektoratet. (u.å.). *Settefisk*. Fiskeridirektoratet. Hentet 18. januar 2024, fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Kommersielle-tillatelser/Laks-oerret-og-regnbueoerret/Settefisk>

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

FN-sambandet. (2023b, oktober 23). *Livet i havet*. <https://fn.no/om-fn/fns-baerekraftsmaal/livet-i-havet>

Furuset, A. (2022, april 25). *Åtte av verdens femten største lakseoppdrettere er norske*. IntraFish.No | De Siste Nyhetene Om Oppdrettsnæringen. <https://www.intrafish.no/okonomi/tte-av-verdens-femten-storste-lakseoppdrettere-er-norske/2-1-1203596>

Furuset, A. (2023, juli 6). *Norge selger fisk for rekordverdi til krigsrammede Ukraina*. IntraFish.No | De Siste Nyhetene Om Oppdrettsnæringen. <https://www.intrafish.no/okonomi/norge-selger-fisk-for-rekordverdi-til-krigsrammede-ukraina/2-1-1479405>

Gårseth-Nesbakk, L. (2023). *Egenkapitalrentabilitet*. I *Store norske leksikon*. <https://snl.no/egenkapitalrentabilitet>

Hargrave, M. (2024, januar 25). *Weighted Average Cost of Capital (WACC) Explained with Formula and Example*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/w/wacc.asp>

Havforskningsinstituttet. (2021, juli 5). *Lakselus*. Havforskningsinstituttet. <https://www.hi.no/hi/temasider/arter/lakselus>

Havforskningsinstituttet. (2023a, januar 2). *Landbaserte oppdrettsanlegg/lukkede anlegg*. Havforskningsinstituttet. <https://www.hi.no/hi/temasider/akvakultur/landbaserte-oppdrettsanlegg-lukkede-anlegg>

Havforskningsinstituttet. (2023b, november 22). *Perlesnormanet*. Havforskningsinstituttet. <https://www.hi.no/hi/temasider/arter/perlesnormanet>

Helsedirektoratet. (2024, oktober 24). *Kostrådene*. Helsedirektoratet. <https://www.helsedirektoratet.no/faglige-rad/kostradene-og-naeringsstoffer/kostrad-for-befolkningen>

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

IMF. (2024a). *World Economic Outlook (April 2024)—Inflation rate, average consumer prices*. <https://www.imf.org/external/datamapper/PCPIPCH@WEO>

IMF. (2024b). *World Economic Outlook (April 2024)—Real GDP growth*. https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO

Intrafish. (2012, juli 2). *Asiatene spiser mest sjømat*. IntraFish.No | De Siste Nyhetene Om Oppdrettsnæringen. <https://www.intrafish.no/nyheter/asiatene-spiser-mest-sjomat/1-1-682501>

Johansen, Håvard. T. (2023, august 31). *Grunnrenteskatt på havbruk—Fem spørsmål og svar*. <https://www.sticos.no/fagstoff/grunnrenteskatt-pa-havbruk-fem-sporsmal-og-svar>

Kvereva. (u.å.). *Kvereva – Investeringselskap med fokus på marin sektor*. Hentet 9. februar 2024, fra <https://kvereva.no/>

Lea, A. (2023, desember 4). *Kronen har svekket seg i nesten ti år – hvorfor?* <https://e24.no/i/RGM8AA>

Lervoll, K. (u.å.). *Konkurransefortrinn*. NNL. Hentet 3. april 2024, fra <https://nnl.no/aktuelt/konkurransefortrinn/>

Mattilsynet. (2023, september 25). *Merkeregler for fisk*. Mattilsynet. <https://www.mattilsynet.no/mat-og-drikke/forbrukere/merkeregler-for-fisk>

Maverick, J. B. (2022, april 10). *What Is Considered a Healthy EV/EBITDA ?* Investopedia. <https://www.investopedia.com/ask/answers/072715/what-considered-healthy-evebitda.asp>

Miljødirektoratet. (2024, februar 7). *Akvakultur—Oppdrett—Miljødirektoratet*. Miljødirektoratet/Norwegian Environment Agency. <https://www.miljodirektoratet.no/ansvarsomrader/vann-hav-og-kyst/Akvakultur-fiskeoppdrett/>

Miljøstatus. (2023, november 1). *Fiskeoppdrett*. Miljøstatus. <https://miljostatus.miljodirektoratet.no/tema/hav-og-kyst/fiskeoppdrett/>

Mindtools. (u.å.). *What Is Porters Five Forces? Video*. Hentet 3. april 2024, fra <https://cdn.jwplayer.com/previews/SfcSCjBe-5WSyalpf>

Misund, B. (2021). *Havbruk*. I *Store norske leksikon*. <https://snl.no/havbruk>

Misund, B. (2023). *Fiskeoppdrett*. I *Store norske leksikon*. <https://snl.no/fiskeoppdrett>

Mowi. (2020). *Salmon Farming Industry Handbook 2019*. <https://mowi.com/it/wp-content/uploads/sites/16/2020/06/Mowi-Salmon-Farming-Industry-Handbook-2020.pdf>

Murphy, C. B. (2024, januar 23). *Using the Price to Earnings Ratio and PEG to Assess a Stock*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/investing/use-pe-ratio-and-peg-to-tell-stocks-future/>

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

NINA. (u.å.). *Lakselus*. Hentet 30. mars 2024, fra

<https://www.nina.no/Naturmangfold/Laksefisk/Lakselus>
Nofima. (2023, oktober 31). *Ulike typer oppdrettsanlegg*. Nofima.
<https://nofima.no/fakta/ulike-typer-oppdrettsanlegg/>
Norges Sjømatråd. (2023a, mars 7). *Slik gikk det med millionsatsingen på laks i Asia*.
<https://seafood.no/aktuelt/nyheter/slik-gikk-det-med-millionsatsingen-pa-laks-i-asia/>
Norges Sjømatråd. (2023b, juli 19). *Sjømatkonsumet på sitt laveste siden 2003*.
<https://seafood.no/aktuelt/nyheter/sjomatkonsumet-pa-sitt-laveste-siden-2003/>
Nygård, A. E. D. (2022, april 24). *Ocean Farm 1 slepes til verft for oppgradering*.
IntraFish.No | De Siste Nyhetene Om Oppdrettsnæringen.
<https://www.intrafish.no/tekfisk/ocean-farm-1-slepes-til-verft-for-oppgadering/2-1-1205943>
Nyhus, E. K. (2024). Gjeldsgrad. I *Store norske leksikon*. <https://snl.no/gjeldsgrad>
Nyt Norge. (u.å.). *Norske arbeidsplasser*. Nyt Norge. Hentet 8. april 2024, fra
<https://www.nytnorge.no/tema/norske-arbeidsplasser/>
Pihl, R., & Vikøren, B. M. (2022). SWOT-analyse. I *Store norske leksikon*.
<https://snl.no/SWOT-analyse>
PricewaterhouseCoopers. (u.å.). *Hva er ESG?* PwC. Hentet 8. april 2024, fra
<https://www.pwc.no/no/pwc-aktuelt/hva-er-esg.html>
PWC. (2023a). *Risikopremien i det norske markedet 2023*.
<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien-2023.pdf>
PWC. (2023b, desember 7). *Risikopremien 2023*. PwC.
<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html>
R, H. (u.å.). *Hva er EBITDA (formel og eksempel)*. Investorkurs. Hentet 9. mars 2024, fra
<https://investorkurs.no/hva-er-ebitda-formel-og-eksempel/>
Regjeringen. (2023, mars 28). *Regjeringens forslag om grunnrenteskatt på havbruk*
[Pressemelding]. Regjeringen.no; regjeringen.no.
<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/regjeringens-forslag-om-grunnrenteskatt-pa-havbruk/id2968430/>
SalMar. (u.å.-a). *Bærekraft i alt vi gjør*. Salmar. Hentet 31. januar 2024, fra
<https://www.salmar.no/baerekraft/baerekraft-i-alt-vi-gjor/>
Salmar. (u.å.). *Dette er lakseoppdrett*. Salmar. Hentet 18. januar 2024, fra
<https://www.salmar.no/produkt-og-kunde/dette-er-lakseoppdrett/>
SalMar. (u.å.-b). *Historien*. Salmar. Hentet 2. februar 2024, fra <https://www.salmar.no/om-salmar/salmar-i-dag/historien/>
SalMar. (u.å.-c). *SalMar – Sterke resultater drevet av rekordhøye laksepriser*. Salmar. Hentet 26. april 2024, fra <https://www.salmar.no/news/salmar-sterke-resultater-drevet-av-rekordhoye-laksepriser/>
SalMar. (u.å.-d). *SalMar—Oppdatering slaktevolum 2023*. Salmar. Hentet 8. april 2024, fra
<https://www.salmar.no/news/salmar-oppdatering-slaktevolum-2023/>
SalMar. (u.å.-e). *Share price & shareholders*. Salmar. Hentet 9. februar 2024, fra
<https://www.salmar.no/investor/share-bond/share-price-shareholders/>
SalMar. (u.å.-f). *Våre produkter*. Salmar. Hentet 12. februar 2024, fra
<https://www.salmar.no/produkt-og-kunde/vare-produkter/>
SalMar. (u.å.-g). *Våre virksomhetsområder*. Salmar. Hentet 4. februar 2024, fra
<https://www.salmar.no/om-salmar/vare-virksomhetsomrader/>
SalMar. (2014). *Annual Report 2013*. <https://hugin.info/138695/R/1781477/609511.pdf>
SalMar. (2017). *Annual Report 2016*. <https://hugin.info/138695/R/2099113/799618.pdf>
SalMar. (2019). *Annual Report 2018*. <https://hugin.info/138695/R/2242726/885263.pdf>

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

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

SalMar. (2023). *Annual Report 2022*. <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/a1b33242-6c5a-4ebf-96d6-e6870f9d8994>

SalMar. (2024). *Annual Report 2023*. <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/86a88695-45a1-4624-b187-8f4cfa90e789>

SalMarAkerOcean. (u.å.). *SalMar Aker Ocean—Norges nye industrieventyr*. SalMar Aker Ocean. Hentet 16. februar 2024, fra <https://salmarakerocean.no/>

Sander, K. (2023, januar 17). *SWIMA / VRIO - analyse (ressursanalyse)*. <https://estudie.no/vrio-analyse-ressursanalyse/>

Sander, K. (2024, mars 7). *Egenkapitalprosent og gjeldsgrad*. eStudie.no. <https://estudie.no/egenkapitalprosent-og-gjeldsgrad/>

Schindler, A. (2024, mars 11). Åpner for ytterligere vekst i oppdrettsnæringen. *08.03.2024*. <https://jaktogfiske.njff.no/nyheter-oppdrett/apner-for-ytterligere-vekst-i-oppdrettsnaeringen/252546>

Scottishseafarm. (u.å.-a). *Scottish Sea Farms | Premium farmed salmon in Scotland*. Scottish Sea Farms. Hentet 8. februar 2024, fra <https://scottishseafarmscom.kinsta.cloud/>

Scottishseafarm. (u.å.-b). *Scottish Sea Farms history | Salmon farming in Scotland*. Scottish Sea Farms. Hentet 8. februar 2024, fra <https://scottishseafarms.com/about-us/our-story-so-far/>

Skonhoft, A. (2023, juni 25). *Lakseoppdretterne har tjent seg rike fordi det er en beskyttet næring*. <https://www.aftenposten.no/meninger/debatt/i/EQXvgA/det-er-paa-hoey-tid-at-det-naa-kommer-en-grunnrenteskatt>

Skretting. (u.å.). *RAS*. Skretting. Hentet 20. mars 2024, fra <https://www.skretting.com/no/for-til-havbruksnaeringen/ras/>

Strategi og visjon. (u.å.). Salmar. Hentet 31. januar 2024, fra <https://www.salmar.no/om-salmar/salmar-i-dag/strategi-og-visjon/>

Tripletex. (u.å.-a). *Hva er driftsresultat og hvordan regne ut resultatet?* Tripletex.no. Hentet 11. april 2024, fra <https://www.tripletex.no/ordbok/driftsresultat/>

Tripletex. (u.å.-b). *Hva er varekostnad? | Alt om regnskap*. Tripletex.no. Hentet 24. april 2024, fra <https://www.tripletex.no/ordbok/hva-er-varekostnad/>

Vipond, T. (u.å.). *Terminal Growth Rate*. Corporate Finance Institute. Hentet 25. april 2024, fra <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/what-is-terminal-growth-rate/>

Visma. (u.å.-a). *Driftsmargin i %*. Hentet 11. april 2024, fra https://help.visma.net/no_no/financial-overview/content/online-help/kpi-operating-margin.htm

Visma. (u.å.-b). *Likviditetsgrad 2*. Hentet 11. april 2024, fra https://help.visma.net/no_no/financial-overview/content/online-help/kpi-quick-ratio.htm

Visma. (u.å.-c). *Rentedekningsgrad*. Hentet 11. april 2024, fra https://help.visma.net/no_no/financial-overview/content/online-help/kpi-interest-coverage-ratio.htm

Zakamulin, D. (2020, januar 1). *Enterprice Value og EV/EBITDA | Nordnet*. <https://www.nordnet.no/blogg/enterprice-value-og-ev-ebitda/>

Årsrapporter

Grieg:

Grieg. (2019). *Annual Report 2018*.

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

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

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

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

<https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/ad247c57e8d47a61b043e46f247265d85734d854.pdf>

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

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

Grieg. (2023). *Annual Report 2022*.

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

Grieg. (2024). *Annual Report 2023*.

<https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/ec4015f73d37588cb577aa0ea2d18c85af3d65c2.pdf>

Lerøy:

Lerøy. (2019). *Årsrapport 2018*. <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02--documents/rappporter/arsrappoter/arsrapport-2018.pdf>

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

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

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

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

Lerøy. (2024). *Annual Report 2023*. <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02--documents/rappporter/arsrappoter/arsrapport-2023>

Mowi:

Mowi. (2019). *Integrated Annual Report 2018*. <https://hugin.info/209/R/2239765/882920.pdf>

Mowi. (2020). *Integrated Annual Report 2019*. https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2020/03/Mowi_Annual_Report_2019.pdf

Mowi. (2021). *Integrated Annual Report 2020*. https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2021/03/Mowi_Integrated_Annual_Report_2020.pdf

Mowi. (2022). *Integrated Annual Report 2021*. https://mowi.com/wp-content/uploads/2022/03/Mowi_Annual_Report_2021.pdf

Mowi. (2023). *Integrated Annual Report 2022*. <https://mowi.com/wp-content/uploads/2023/03/Mowi-Integrated-Annual-Report-2022.pdf>

Mowi. (2024). *Integrated Annual Report 2023*. https://mowi.com/wp-content/uploads/2024/03/Mowi_Integrated_Annual_Report_2023.pdf

SalMar:

SalMar. (2013). *Annual Report 2012*. <https://hugin.info/138695/R/1697771/559609.pdf>

SalMar. (2014). *Annual Report 2013*. <https://hugin.info/138695/R/1781477/609511.pdf>

SalMar. (2015). *Annual Report 2014*. <https://hugin.info/138695/R/1917403/685882.pdf>

SalMar. (2016). *Annual Report 2015*. <https://hugin.info/138695/R/2008391/742845.pdf>

SalMar. (2017). *Annual Report 2016*. <https://hugin.info/138695/R/2099113/799618.pdf>

SalMar. (2018). *Annual Report 2017*. <https://hugin.info/138695/R/2188425/846513.pdf>

SalMar. (2019). *Annual Report 2018*. <https://hugin.info/138695/R/2242726/885263.pdf>

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/3781f230-d728-4a34-9ba3-53d59a8db537>

SalMar. (2023). *Annual Report 2022*. <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/a1b33242-6c5a-4ebf-96d6-e6870f9d8994>

SalMar. (2024). *Annual Report 2023*. <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/86a88695-45a1-4624-b187-8f4cfa90e789>