Verdsettelse av SalMar ASA

EIRIK NILSEN OVNERUD

VEILEDER
Leif Atle Beisland

Universitetet i Agder, 2021
Handelshøyskolen ved Universitetet i Agder
Institutt for økonomi

Forord

Denne masteroppgaven er skrevet som en avsluttende oppgave av masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Handelsskolen Universitet i Agder. Oppgaven er obligatorisk og utgjør 30 studiepoeng. Oppgaven er et resultat av fem års utdanning, hvorav tre år hos NTNU inkludert et utvekslingssesmester ved London Metropolitan University. Gjennom utdanningsløpet har jeg virkelig fått utfordret meg selv og tilegnet meg masse ny kunnskap. Med denne avsluttende oppgaven har universitetet gitt meg en mulighet til å fordype meg innen tema verdsettelse og selskapsanalyse. Å utføre en fullstendig verdivurdering av et selskap, er en sammenfattende oppgave som krever ferdigheter fra mange forskjellige fag. Dette var noe som appellerer til meg og valgte derfor å skrive en slik oppgave.

Valg av selskap var utfordrende, men jeg endte på SalMar ASA på grunn av historien til oppdrettsnæringen og framtidsutsiktene som ligger i næringen. Prosessen har vært svært lærerikt, men til tider veldig krevende. Jeg har fått tilegnet meg verdifull kunnskap om hvordan en fundamental analyse fungerer i praksis. Noe av det som var motivasjonen for å skrive en verdsettelsesoppgave var å se om det vi lærer på universitetet, stemmer med den virkelige verden. Dette er kunnskap jeg forhåpentligvis vil få nytte av i min videre yrkeskarriere.

Jeg ønsker å takke min veileder Leif Atle Beisland som har inspirert og motivert meg til å gjøre oppgaven så god som mulig. Jeg vil spesielt fremheve min families betydning og støtte gjennom dette prosjektet. Det å skrive en omfattende oppgave alene har medført både opp- og nedturer hvor familien har vært en viktig motivasjonspådriver.

Kristiansand, desember 2021.

Eirik Nilsen Ovnerud

Sammendrag

I denne masteroppgaven vil jeg utføre en fundamental analyse av SalMar ASA. I innledningen til oppgaven vil jeg introdusere oppdrettsnæringen og sentrale elementer innenfor sektoren. Videre vil jeg presentere forskningsdesignet og deretter selskapet med bransjeutvalget. Deretter vil jeg bevege meg inn på selve analysedelen, hvor jeg starter med den strategiske analysen og videre med regnskapsanalysen. Funnene i den strategiske analysen og regnskapsanalysen, vil danne grunnlaget for prognostisering av fremtidsregnskapet. Fremtidsregnskapet vil deretter benyttes som grunnlag i verdivurderingen av egenkapitalen til SalMar på verdsettelsestidspunktet 31.08.2021. Jeg supplerer i tillegg oppgaven med en multiplikatormodell og sensitivitetsanalyse, men hovedfokuset vil være rettet mot den fundamentale analysen.

SalMar ASA er et norsk oppdrettsselskap som er notert på Oslo Børs sin hovedliste. Selskapet sin egenkapital var verdsatt til 68 653 839 417 kr den 31.08.2021 som utgjør en verdi per aksje på 582,80 kr (Euronext, 2021). Selskapene på Oslo Børs har hatt en sterk utvikling etter at Norges Bank satt styringsrenten til 0 % for å møte på utfordringene som Covid-19 medførte. Det vil derfor være relevant å undersøke om prisingen har en fundamental verdi. Ved bruk av tre ulike modeller har jeg estimert egenkapital verdien til SalMar ASA til 73 644 163 000 kr som og 625 kr per aksje. Oppgaven avsluttes med en handelsstrategi som resulterer i en hold-anbefaling. Hold-anbefalingen har sitt fundament på bakgrunn av at aksjen handles innenfor intervallet +/- 10 % av aksjekursestimatet. Hold-anbefalingen ligger i intervallet [562,5 kr- 687, 5 kr], og aksjen handles 31.08.2021innefor dette intervallet. Jeg har også valgt å supplere avhandlingen med en multiplikatormodell, hvor jeg har sammenliknet prisingen av SalMar mot bransjeutvalget. I tillegg har jeg utført en sensitivitetsanalyse som viser hvor følsom prisingen av aksjen er mot endringer i ulike parametere.

Abstract

In this master thesis I will perform a fundamental analysis of SalMar ASA. In the introduction to the thesis, I will introduce the aquaculture industry and key elements within the sector. Furthermore, I will present the research design and then the company with the industry selection. Then I will move on to the analysis part in the assignment, where I will start with the strategic analysis and continue with the financial statement analysis. The findings in the strategic analysis and the accounting analysis will form the basis for forecasting the future financial statements. The future financial statement will then be used as a basis for the valuation of SalMars equity at the valuation date 31.08.2021. I will also supplement multiple models and a sensitivity analysis to the thesis, but the main focus will be on the fundamental analysis.

SalMar ASA is a Norwegian fish farming company that is listed on the Oslo Stock Exchange´s main list. The company´s equity was valued at NOK 68 653 839 417 on 31.08.2021. which amounts to a value per share of NOK 582,80 (Euronext, 2021). The company listed on the Oslo Stock Exchange have developed strongly after Norges Bank set the key interest rate at 0 % to meet the challenges posed by the Covid-19. It will therefore be relevant to investigate whether the pricing has fundamental value. Using three different models, I have estimated the equity value of SalMar ASA at NOK 73 644 163 000 which amount to a value per share of NOK 625. The thesis concludes with a trading strategy that results in a hold recommendation. The hold recommendation has its foundation on the basis that the share is traded within the interval +/- 10 % of the share price estimate. The recommendation is in the interval [NOK 562,5 – NOK 687, 5], and the share is traded at the valuation date within this interval. I have also chosen to supplement the dissertation with a multiple model, where I have compared the pricing of SalMar with the industry selection. In addition to a sensitivity analysis that shows how sensitive the share price is to different changes in key factors.

Innholdsfortegnelse

Kapittel 1 Introduksjon 7

1.1.1 Bakgrunn 7

1.1.2 Målsetting og problemstilling 7

1.1.3 Avgrensninger 7

1.1.4 Oppgavens relevans 8

1.1.5 Struktur 9

1.2 Presentasjon av oppdrettsnæringen 9

1.2.1 Historie 10

1.2.2 Oppdrettsnæringen i Norge 10

1.2.3 Bærekraft og fiskeoppdrett 12

1.2.4 Covid-19 13

1.2.5 Verdikjeden oppdrettsbransjen 14

1.2.6 Lakseprisen 15

1.2.7 Volatilitet 17

1.2.8 Kostnadsdrivere 18

Kapittel 2 METODE 20

2.1.1 Forskningsdesign 20

2.1.2 Datainnsamling og analyse 21

2.1.3 Relabilitet og validitet 22

Kapittel 3 SalMar ASA og bransjeutvalget 23

3.1.1 Historie 23

3.1.2 Segmenter 24

3.1.3 Strategi 26

3.1.4 Bærekraft 26

3.1.5 Aksjekurs 27

3.2 Valg av Bransjeutvalg 28

3.2.1 Mowi 28

3.2.2 Lerøy Seafood Group 29
3.2.3 Bakkafrost 30
3.2.4 Grieg Seafood 32
3.2.5 Norwegian Royal Salmon 33
Kapittel 4 Verdsettelse 34
4.1.1 Fundamental analyse 34
4.1.2 Ned-diskontering av fri kontantstrømmer 37
4.1.3 Superprofitt modellen 38
4.1.4 Superprofittsvekst modellen 39
4.2 Vekst 39
4.3 Multiplikatormodellen 43
4.3 Oppsummering 44
Kapittel 5 Strategisk analyse 44
5.1 PESTEL- analyse 45
5.1.1 Politiske forhold 45
5.1.2 Økonomiske forhold 47
5.1.3 Sosiale forhold 48
5.1.4 Teknologiske forhold 49
5.1.5 Miljømessige forhold 50
5.1.6 Legale forhold 51
5.1.7 Oppsummering PESTEL- Analyse 53
5.2 Industri analyse 54
5.2.1 Trussel fra nye inntrengere 55
5.2.2 Trussel fra substitutter 56
5.2.3 Kundenes forhandlingsmakt 58
5.2.4 Leverandørenes forhandlingsmakt 58
5.2.5 Konkurranse rivalisering 60
5.2.6 Oppsummering Porters fem konkurransekrefter 62
5.3 Den interne analysen 62
5.3.1 VRIO-analyse 62

5.3.2 Finansiell soliditet 63
5.3.3 Forskning og utvikling 64
5.3.4 Verdikjede og bearbeiding 65
5.3.5 Oppsummering 66
5.4 SWOT-analyse 67
Kapittel 6 Regnskapsanalyse 68
6.1.1 Forutsetninger 68
6.1.2 Presentasjon av resultatregnskap 70
6.1.3 Presentasjon av balansen 72
6.1.4 Presentasjon av kontantstrømoppstillingen 74
6.2 Omgruppering av finansregnskapet 74
6.2.1 Fullstendig resultat & dirty surplus 75
6.2.2 Omgruppering av resultatregnskapet 76
6.2.3 Allokering av skatt 77
6.2.4 Omgruppering av normal og unormale poster 78
6.3 Omgruppering av balansen 80
6.3.1 Eierandeler i datterselskap 81
6.3.2 Den strategiske balansen 81
6.4 Beregning av fri kontantstrøm 84
6.5 Trendanalyse 84
6.6 Analyse av lønnsomhet 85
Kapittel 7 Avkastningskrav 89
7.1.1 Markedets risiko premie 90
7.1.2 Beta koeffisient 90
7.1.3 Kovarians 90
7.1.4 Varians 91
7.1.5 Risikofri rente 92
7.2 WACC 93
7.3 Fremtidskrav 95
Kapittel 8 Prognostisering og verdivurdering 96

8.1.1 Fokus på superprofitt 97
8.1.2 Fokus på endring 98
8.1.3 Fokus på nøkkeldrivere 99
8.1.4 Fokus på valg vs. betingelser 99
8.2 Full informasjon prognostisering 100
8.2.1 Tidshorisont 100
8.2.2 Driftsinntekter 100
8.2.3 Lakseprisen 101
8.2.4 Netto driftseiendeler 102
8.2.5 Profittmargin 102
8.3 Fremtidsregnskapet 103
8.3.1 Superprofitt modellen 104
8.3.2 Fri kontantstrøm modellen 104
8.3.3 Superprofitt vekst modellen 105
8.4 Sensitivitetsanalyse 106
8.5 Multiplikatormodellen 107
8.5.1 Price- to earnings (P/E) 107
8.5.2 Price- to book (P/B) 108
8.5.3 Price-to sales (P/S) 108
8.5.4 Oppsummering komparativ verdsettelse 109
Kapittel 9 Vurdering av verdsettelsen 110
9.2 Handelsstrategi 110
9.3 Drøfting under analyseperioden 111
Litteraturliste 113
Vedlegg: 125

Figuroversikt

Figur 1: Hovedmarkedene for laks i 2020 (fiskeridirektoratet, 2021, s. 22) 11
Figur 2: Solgt mengde laks og regnbueørret (Fiskedirektoratet, 2021, s. 14) 11
Figur 3: Historisk avkastning Oslo Seafood Index mot Hovedindeks Oslos Børs (hentet fra DN.investor 09.08.2021) 12
Figur 4: Havbruksbasert verdikjede 15
Figur 5: Prisutvikling fersk oppdrettslaks fra 2011-2021 (SSB.no) 16
Figur 6: Priseffekter fra 2012-2018 (Capia, 2019) 17
Figur 7: Produksjonskostnader i Norge, laks 2011-2018. løpende priser (Nofima, 2019, s. 8) 19
Figur 8: SalMars segmenter. (SalMar, 2021, s.14) 24
Figur 9: Klimagassutslipp scope 3 (SalMar, 2021, s. 37) 27
Figur 10: Utvikling aksjekurs SalMar AS og Oslo Børs indeks (Euronext, 2021) 27
Figur 11: Fri--kontantstrøm (Penman, 2013, s. 115) 37
Figur 12: Norges Bank rentebane. (Norges Bank, pengepolitisk rapport 2021, s. 41) 47
Figur 13: Porters fem konkurransekrefter 54
Figur 14: Utvikling gjennomsnittspriser av viktigste arter siste 10 år (Norges sjømatsråd, 2021) 57
Figur 15: Antall tillatelser for akvakulturdrift (SSB, 2021). 61
Figur 16: SWOT- analyse 67
Figur 17: Gjennomsnittlig laksepriser (SalMar, 2021, s. 8) 71
Figur 18: Omgruppering av balansen 80
Figur 19: Lønnsomhetsanalyse 86
Figur 20: Regresjonsanalyse SalMar og OSEBX 92
Figur 21: Beregning av avkastningskrav til gjeld 94
Figur 22:Kostnad SalMar vs. bransjen 98
Figur 23: NYSE and AMEX Firms, 1964-1999 (Penman, 2013, s. 509) 98

Tabelloversikt

Tabell 1: Salg av fiskearter (Fiskedirektoratet, 2021, s.14) 11
Tabell 2: Gjennomsnittlig kostnader per kg produsert fisk (Fiskedirektoratet, 2019). 19
Tabell 3: Nøkkeltall Mowi 29
Tabell 4: Nøkkeltall Lerøy 30
Tabell 5: Nøkkeltall Bakkafrost 31
Tabell 6: Nøkkeltall Grieg Seafood 33
Tabell 7: Nøkkeltall Norwegian Royal Salmon 34
Tabell 8: Oppsummering porters fem konkurransekrefter 62
Tabell 9: VRIO-analyse (Johnsen, et al., 2017. s. 108) 63
Tabell 10: Oppsummering VRIO-analyse 66
Tabell 11: Resultatregnskap SalMar 2015-2020 70
Tabell 12: Balanse SalMar - eiendeler 72
Tabell 13: Balanse SalMar - egenkapital og gjeld 73
Tabell 14: Kontantstrømoppstilling SalMar 2015-2020 74
Tabell 15: Egenkapitaltransaksjoner 76
Tabell 16: Annet fullstendig resultat og dirty surplus 76
Tabell 17: Omgruppert resultatregnskap 77
Tabell 18: Allokering av skatt 77
Tabell 19: Normale og unormale poster 78
Tabell 20: Normalt resultat etter skatt fra salg 79

Tabell 21: Omgruppering av balansen 82
Tabell 22: Beregning fri kontantstrøm SalMar 84
Tabell 23: Trendanalyse SalMar 84
Tabell 24: Trendanalyse 2017-2020 85
Tabell 25: Nøkkeltall SalMar 87
Tabell 26: Profittmargin SalMar 87
Tabell 27: Lønnsomhetsanalyse 2017-2020 88
Tabell 28: Beregning av betaverdier 92
Tabell 29: 10-årig statsobligasjon (Norges Bank, 2021) 93
Tabell 30: Avkastningskrav 95
Tabell 31: Avkastningskrav fremtiden 96
Tabell 32: Utvikling i driftsinntekter 100
Tabell 33: Vekst i produksjon SalMar. Tall i tonn 101
Tabell 34: Forwardpris laks (Fishpool.no, 2021) 101
Tabell 35: Vekst i driftsinntekter 102
Tabell 36: Profittmargin 102
Tabell 37: Historisk inntekt fra tilknyttet selskap 103
Tabell 38: Fremtidig inntekt fra tilknyttet selskap 103
Tabell 39: Fremtidig regnskap 103
Tabell 40: Verdiestimat superprofittmodellen 104
Tabell 41: Verdiestimat fri kontantstrøm 104
Tabell 42: Verdiestimat superprofittvekst modellen 105
Tabell 43: Sensitivitetsanalyse 106
Tabell 44: Sensitivitetsanalyse med endring i avkastningskrav og vekst 106
Tabell 45: P/E-verdier 107
Tabell 46: P/B- verdier 108
Tabell 47: P/S- verdier 109
Tabell 48: Oppsummering komparativ verdsettelse 109

Vedleggoversikt

Vedlegg 1: Prognostisert resultatregnskap SalMar 125
Vedlegg 2: Beregning av beta-verdier 126
Vedlegg 3: Inntjening per aksje fire siste kvartaler 126
Vedlegg 4: Salgsinntekter fra fire siste kvartaler 126

Kapittel 1 Introduksjon

I dette kapitelet vil jeg innlede meg presentere formålet med oppgaven og tilhørende problemstilling. Deretter vil jeg innlede med grunnleggende informasjon om oppdrettsnæringen. Dette vil gi leseren en innføring av hvilke grunnleggende faktorer som er sentrale i sektoren, som vil komme til hjelp lengre ut i verdsettelsen.

1.1.1 Bakgrunn

Å verdsette et selskap er en utfordrende oppgave innen økonomi som krever anvendelse av ulike verktøy som blant annet regnskapsanalyse, strategi og finans. Selskaper utvikler seg kontinuerlig sammen med økonomien som fører til endring i de underliggende verdiene. Med dette som bakgrunn finner jeg oppgaven svært relevant i dagens samfunn.

1.1.2 Målsetting og problemstilling

Formålet med denne avhandlingen er å forta en fundamental analyse av SalMar ASA (heretter omtalt SalMar). Verdsettelsen av selskapet vil basere seg på Stephen H. Penman sin metode på å gjennomføre en fundamental analyse. Penman (2013) sin faglitteratur inkluderer ikke den strategiske analysen og jeg vil derfor bruke *Exploring Strategy* (2017) som min hovedlitteratur i den delen av oppgaven. Formålet med denne oppgaven er som nevnt tidligere å verdsette nevnte selskap på en grundig og objektiv måte, med følgende problemstilling:

«*Hva er verdien av SalMar ASA sin egenkapital?*»

Verdiestimatet skal deretter sammenlignes opp mot markedets prising av egenkapitalen til selskapet, og dermed resultere til en handlingsanbefaling for en investor.

1.1.3 Avgrensninger

Analysen tar utgangspunkt i all offentlig tilgjengelig informasjon, og en egenkapital-investor sitt perspektiv legges som et fundament i oppgaven. Verdsettelsestidspunktet settes til 31.08.2021 og den sist tilgjengelige årsrapporten i tillegg første- og andre kvartalsrapporten, brukes som referanse i analysen. Aksjeprisen til SalMar var 582, 80 kr ved datoen: 31.08.2021 (Euronext, 2021).

En den av den fundamentale analysen, er å vurdere ledelsen i et selskap. Jeg vil avgrense meg til hvordan ledelsen opptrer på vegne av selskapet ut ifra tilgjengelig informasjon.
Jeg anser dette som tilstrekkelig for den strategiske analysen for å belyse relevante faktorer som er sentralt for verdsettelsen.

En del av analysen, er å sammenlikne SalMar mot et representativt utvalg mot andre selskaper. Derfor har jeg valgt oppdrettsselskaper som er notert på handelsplassen Oslo Børs, som driver med oppdrett i sjø og ikke på land. Dette gjøres for å sikre et godt sammenligningsgrunnlag. Alle selskapene som inngår i bransjeutvalget er tatt opp i Oslo Seafood Index (Euronext, 2021).

1.1.4 Oppgavens relevans

Oppgavens relevans anser jeg som meget aktuell i dagens tid. I 2020 hadde Oslo Børs en stor pågang av nye aksjonærer og per 30.06.2021 er det totalt 531 307 eier aksjer og egenkapitalbevis av den norske befolkningen (AksjeNorge, 2021). Med en økning på 150 000 nye nordmenn som tegnet seg for aksjer under pandemien, skyldes dette «*bedre tid og mer penger*», forklarer daglig leder i AksjeNorge, Kristin Skaug (Nilsen, 2021). Da pandemien brøt ut, senket Norges Bank styringsrenten ned til rekordlave 0 prosent for å imøtekomme utfordringene næringslivet ville møte på. Med lav avkastning på å ha sparepenger i banken, ble det innsett et behov for å øke avkastningen ved å ta høyere risiko ved å investere i aksjer. Teknologien og internett har tillegg gjort det lettere for mennesker å investere penger på børsen, samtidig at kurtasjen hos meglerhusene har gått betraktelig ned. Noen av aktørene operer med en kurtasje på 1 kr (Nordnet, 2021). Ved at flere har strømmet inn i aksjemarkedet, har episoder oppstått som man aldri har sett tegn til tidligere. Hobby-tradere har koordinert angrep på ulike børsnoterte selskap i USA som sørget for at store prisutslag i kursene. Disse hendelsene ført til massive oppslag i mediene og store institusjonelle aktører har lidd økonomiske tap (Iversen, 2021). Slike unormale hendelser i aksjemarkedet, baserer seg på ingen fundamental analyse og derfor vanskelig å argumentere for rasjonale bak. Kjennetegnene på selskapene som ble rammet, var at de hadde store short-posisjoner. Slike angrep ble koordinert fra den sosiale plattformen *Reddit* og nettforumet *Wallstreetbets*. Hendelser som dette er med på å skape ubalanse og uforutsigbarhet for investorer i aksjemarkedet. Når en person innehar en short-posisjon i et selskap, har personen solgt en lånt aksje, i håp om å kjøpe den tilbake med gevinst frem i tid. Personen vil dermed få en

gevinst hvis en aksje faller (Killian,2019). Dette er et tema som er hyppig diskutert, og etikken bak denne type praksis.

Når man skal investere penger i aksjer uten noen erfaringer, er det rasjonelt at man leser seg nøye opp og bygger opp kunnskapsbasen før man investerer mye kapital i aksjer. Ved å analysere selskaper og bransjer nøye, øker sjansen for at investoren tar fornuftige beslutninger og sannsynlighet for avkastning vil øke. Med den teknologiske utviklingen som har bidratt til å redusere barrierene for tilgangen til aksjemarkedet, kan mennesker ta del i verdiskapningen som skjer i samfunnet og øke sin formue. Fundamental analyse er en metode som jeg vil påstå er et godt valg for å ta en rasjonell investeringsbeslutning dersom man er vil investere i aksjemarkedet. Det finnes også en annen tilnærming som kalles teknisk analyse. Her vil en investor investere kapital basert på aksjens kurssvingninger og handlingsmønster (Cattlin, 2019).

1.1.5 Struktur

Oppgavens struktur har jeg valgt å dele opp i 3 ulike deler bestående av totalt 9 kapitler

Del 1 utgjør kapitlene 1 til 3 som består av en presentasjon av oppdrettsbransjen og avhandlingens metodefremgang blir presentert. Delen vil avslutte ved presentasjon av SalMar AS og bransjeutvalget.

Del 2 dekker kapitelene 4 til 7 som tar for seg analysedelen av oppgaven. Her vil den både den strategiske og finansielle analysen bli utført samt en redegjørelse av avkastningskravet.

Del 3 utgjør kapitlene 8 og 9 som bygger på informasjonen fra del 1 og del 2. Dette danner grunnlaget for utarbeidelse av prognoser og fremtidsregnskapet. Her vil også multiplikator modellen og sensitivitetsanalysen bli utført. Til slutt, basert på alle estimatene fra hele oppgaven, vil jeg komme frem til et verdiestimat og en anbefalt handlingsstrategi på verdsettelsestidspunktet.

1.2 Presentasjon av oppdrettsnæringen

I dette kapitlet vil jeg presentere den norske oppdrettsnæringen og dens viktighet i norsk næringsliv opp gjennom historien. Jeg vil belyse sentrale forhold som påvirker bransjen og sentrale faktorer som er viktig å tilegne seg kunnskap om, når en skal investere i denne sektoren.

1.2.1 Historie

Norsk oppdrettsnæring har sine røtter helt tilbake fra 1950- og 1960-tallet hvor det ble eksperimentert og dannet erfaringer som ledet til økt kunnskapsbase. Utviklingspotensialet kom på tidlig 70-tallet hvor laksen og regnbueørret ble satt i flytemerder i sjø, fra tidligere landbasert oppdrett noe som gav bedre tilvekst, mindre risiko og lavere kostnader. Med de geografiske forholdene som Norge besitter med lang, skjermet kyst med gode temperatur- og vannforhold, gav næringen en betydelig mulighet til å skyte fart (Kolle, 2014).

I 1973 kom kravet om konsesjon(akvakulturtillatelse) for å etablere nye anlegg. Nye konsesjoner og merdvolum gav for høyt tilbud av fisk i tillegg til en overetablering av selskaper. Dette førte til et kraftig prisfall på 1980-tallet og mange konkurser i sektoren, blant annet havnet Fiskeoppdretternes Salgslag (FOS) i skifteretten i 1991. FOS som stod for regulering av markedet i tillegg til salg av konsesjoner. Grunnet denne krisen i næringen, ble det gjort endringer i oppdrettsloven og kravet om lokalt eierskap ble svekket, som ledet til at «fremmed» kapital kunne strømme inn. Konkursen av FOS førte også til at bedriftene kunne eie mer enn én tillatelse. Siden nedturen har næringen skutt fart og ledet til konsolidering av sektoren med en mer konsentrert konkurransesituasjon med færre og sterkere aktører (Kolle, 2014). På starten av 1990 var det rundt 1000 oppdrettsselskaper registrert i Norge, mens tallet i dag er rundt 150 (Misund, 2021).

1.2.2 Oppdrettsnæringen i Norge

Oppdrettsnæringen i Norge har vært et industrieventyr som har ført med seg teknologisk utvikling og verdiskapning. I 2020 var det rundt 60 000 årsverk tilknyttet sjømatsnæringen i Norge (Berge, 2020). I Norge er det rundt 1 100 oppdrettsanlegg på kyststrekningen fra Stavanger i sør til Nordkapp i nord. Mowi er den desidert største lakseoppdretteren i verden med rundt 442 000 tonn slaktet laks i 2019, noe som er mer enn en dobling av nummer to, som er Lerøy Seafood Group (Berge, 2020).

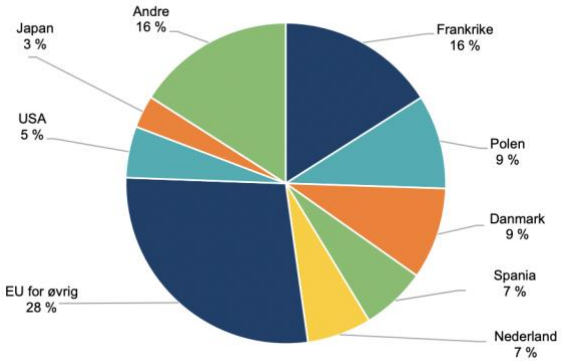
Oppdrettsnæringen i Norge er blant de viktigste næringene i Norge når man ser på eksportverdien som den skaper. Samlet vareeksport i olje- og gass sektoren bidro sterkest i 2020 med om lag 333 milliarder norske kroner (Norsk Petroleum, 2021), som er landets største og viktigste eksportnæring. Den totale verdien av eksportert fisk i 2020 utgjorde 102 milliarder kroner, som er en nedgang på 2 % fra året før (Statistisk Sentralbyrå, 2021).

I Norge er det hovedsakelig atlantisk laks som blir produsert, med et lite innslag av regnbueørret. Tabellen nedenfor viser oversikt over salg av slaktet fisk i 2020 i Norge.

	Tonn	Prosentandel
Laks	1 377 185	93,24
Regnbueørret	96 633	6,54
Torsk	652	0,04
Røye	501	0,03
Kveite	1 733	0,12
Andre arter	274	0,02
Totalt	1 476 978	100,0

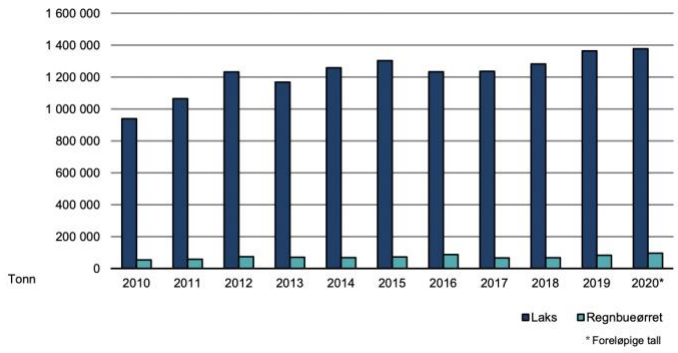
Tabell 1: Salg av fiskearter (Fiskedirektoratet, 2021, s.14)

På grunn av Norges klimatiske forhold gir oppdretterne som er lokalisert i Norge en fordel ovenfor andre land og konkurrenter. Om lag 90 prosent av all oppdrettslaks som blir hentet opp fra havet i Norge, blir eksportert ut og videreforedlet (Aandahl & Ellingseter, 2017). Grunnet laksens korte holdbarhet, er det fordelaktig å eksportere til nærliggende geografiske markedet. Med en økende globalisering og teknologisk utvikling i transport- og logistikk leddet, har det gjort det mulig å eksportere frossen fisk med god kvalitet, til hele verden. Figuren nedenfor gir en oversikt over de landene hvor det det blir eksportert mest laks i 2020 fra Norge.



Figur 1: Hovedmarkedene for laks i 2020 (fiskeridirektoratet, 2021, s. 22)

Figuren viser utviklingen av solgt mengde laks og regnbueørret i perioden 2010-2020 i Norge.



Figur 2: Solgt mengde laks og regnbueørret (Fiskedirektoratet, 2021, s. 14)

Etter at oppdrettssektoren gikk gjennom en konsolideringsfase på 90-tallet, gikk næringen fra mange små aktører til færre, men større. Dette fører til stordriftsfordeler hos selskapene, som fører til økt lønnsomhet når produksjonen stiger. En mer effektiv produksjon gir utslag i verdsettelsen av selskapene, og helt siden august 2016 har sjømatindeksen prestert veldig godt når vi sammenligner med hovedindeksen på Oslo Børs. Ved å studere nærmere figuren nedenfor, har utviklingen vært svært sterk siden februar 2018, noe som indikerer at selskapene i sjømatindeksen leverer gode resultater. Oslo Seafood Index består av åtte selskaper: Mowi, Bakkafrost, SalMar, Lerøy Seafood, Austevoll Seafood, Atlantic Sapphire og Grieg Seafood og Salmones Camanch (Euronext, 2021).

Figur 3: Historisk avkastning Oslo Seafood Index mot Hovedindeks Oslos Børs (hentet fra DN.investor 09.08.2021)

1.2.3 Bærekraft og fiskeoppdrett

Over de siste årene har søkelyset på ESG økt betraktelig. ESG er et akronym som består av de engelske ordene: «*Environmental, Social and Governance*». Dette retter fokus mot bærekraft som kan defineres ved: «*utvikling som imøtekommer dagens behov uten å ødelegge mulighetene for at kommende generasjoner skal få dekket sine behov*» (Brundtland, 1987, s. 42). Disse tre ulike dimensjonene er koblet sammen, og dannet grunnlaget for FNs 17 bærekraftsmål. Disse målene ble vedtatt i 2015 som skulle danne et veikart mot utryddelse av fattigdom, bekjempe ulikhet og stoppe klimaendringene innen 2030. Vi har sett et økende søkelys fra eiere, investorer og banker at selskaper over hele verden skal innarbeide bærekraft inn i sine forretningsmodeller. Dette gjelder ikke bare hva slags Co_2- utslipp selskapet har, men aspekter som mangfold i organisasjonen, korrupsjon og ansattes velvære er også en sentral del av ESG-aspektet. Ved å ha fokus på bærekraftdimensjonene, kan selskaper forbedre sine finansielle resultater. Det har blitt gjort ulike studier som indikerer at selskaper som setter søkelys på ESG-faktorer oppnår bedre finansielle resultater enn andre selskaper i samme bransje (Friede, Busch & Bassen, 2015).

Dersom et selskap oppfyller ESG-kravene, kan dette påvirke deres kapitaltilgang, kapitalkostnad og merkevareverdi som fører til bedre finansielle prestasjoner. Økt fokus på ESG og rapportering, er med på å redusere ulike risikofaktorer knyttet til daglig drift samt økte tillit til selskapets robusthet og evne til å tilpasse seg endringer i omgivelsen (Attia, Bryne, 2020).

Norske oppdrettsselskaper har en påvirkning på miljøet hvor de opererer. Det er store utfordringer når det kommer til rømming av laks og lakselus, som har en negativ innvirkning på vill laksefisk. Miljødirektoratet nevner opp de mest sentrale utfordringene knyttet til oppdrett av fisk: «*rømt oppdretts laks, lakselus, utslipp av næringssalter, miljøgifter i fiskefôr, bruk av kobber og legemidler samt påvirkning av merder i sjøen*» (Miljødirektoratet, 2021). På grunn av de negative virkningene fiskeoppdrett har på miljøet, har det blitt forsket på innovasjoner som landbasert oppdrett og oppdrett til havs. Selv om det har blitt allokert mye kapital og ressurser, spesielt til landbasert oppdrett, er det ingen selskap som har lyktes per skrivende stund. Målet for oppdrettsnæringen er at næringen skal bli en lønnsom og livskraftig distriktsnæring, samtidig som produksjonen er miljømessig bærekraftig. Med dette som bakgrunn har blant annet SalMar med en rekke andre aktører, investert mye kapital til utvikling av oppdrettsanlegg til havs (Ocean Farm 1).

1.2.4 Covid-19

2020 var et utfordrende år for alle mennesker og selskaper. Prosesser måtte bli snudd på hodet for å løse utfordringene Corona-pandemien forårsaket. Restauranter og hoteller over hele verden ble stengt ned og kunne ikke tilby sine tjenester til kunder. Dette slo hardt ut også for oppdrettsselskapene som fikk redusert etterspørselen over kort tid, som førte til en umiddelbar nedgang i eksportverdien. Administrerende direktør i Norges sjømatråd, Renate Larsen forklarer nedgangen ved: «*Da verdenssamfunnet stengte ned, mistet norsk sjømateksport en svært viktig salgskanal, nemlig restaurant- og hotellsegmentet. Det ble utfordringer i logistikk, og slaget av sjømat ble i stor grad flyttet til dagligvarekjeder, netthandel og take-away-tjenester*» (Nilsen, 2021).

Selv om eksportverdien ble redusert med 2 % i 2020, økte derimot det totale volumet av sjømateksport med 2 % til totalt 2.7 millioner tonn. Tapet av etterspørsel fra hotell- og restaurant segmentet ble kompensert for en økning fra dagligvaresegmentet. Pandemien medførte mer tid hjemme samt endring i atferd og husstander brukte mer tid på å lage mat

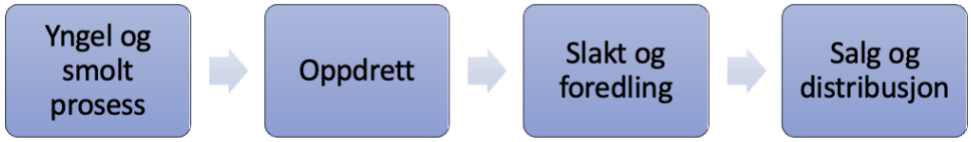
hjemme (Hægermark, 2020). Det er også en trend i samfunnet blant mennesker hvor søkelys på helse, sunt kosthold og reduksjon av rødt kjøtt er fremtredende. Fisk sees på som et godt alternativ som drar nytte av denne bevegelsen som gir utslag på etterspørselen.

1.2.5 Verdikjeden oppdrettsbransjen

Verdikjeden til et selskap, beskriver de ulike prosessene internt i en organisasjon, som til sammen utgjør et produkt eller en tjeneste. Dersom en organisasjon vil opparbeide seg konkurransefortrinn ved å levere merverdi til sine kunder, må ledelsen forstå hvilke prosesser som skaper verdier og hvilke som ikke skaper verdier. Dette gjøres ved å splitte opp aktivitetene i organisasjonen og analysere de individuelt (Johnson, Whittington, Scholes, Angwin & Regnér, 2017, s. 107). Porter (1996) delte opp aktivitetene inn i to deler: primæraktiviteter og støtteaktiviteter. Primæraktivitetene er direkte knyttet til opprettelsen og levering av produktet, som for eksempel inngående- og utgående logistikk, produksjon og markedsføring. Støttefunksjonene er de aktivitetene som sørger for å støtte opp om primæraktivitetene, som for eksempel: teknologisk utvikling, administrasjon og personal. Disse funksjonene er med på å forbedre effektiviteten til primærfunksjonene (Johnson et al., 2017, s. 108).

Verdikjeden til fiskeoppdrett kan generelt deles inn i to ulike typer verdikjeder: *fiskeribasert verdikjede* og *havbruksbasert verdikjede*. Fiskeribaserte verdikjede omfatter ikke oppdrettsfisk, men villfanget fisk. Fokuset i denne oppgaven vil derfor være på den havbruksbasert verdikjeden, da dette er her oppdrettsselskapene hovedsakelig har sin hovedvirksomhet (Richardsen & Bull Berg, 2016, s. 5).

Hele prosessen begynner på land hvor rognen ligger i ferskvannskar og klekkes etter rundt 60 dager. Nyklekt laks kalles plommesekkyngel på grunn av fisken har en sekk på magen som den tar til seg næring fra. Fisken blir deretter flyttet til et større basseng når den klarer å ta til seg fôr, hvor den gjennomgår mange forandringer for at den skal kunne klare å overleve i saltvann. Denne prosessen kalles smoltifisering, og tar rundt 10-16 måneder. Smoltfisken blir deretter fraktet ut til merder i sjøen hvor den skal oppnå en vekt mellom fire og seks kilo. Fisken oppholder seg i merden fra 14 til 22 måneder, og blir deretter fraktet levende i spesialbygde brønnbåter til et slakteri. På slakteriet blir fisken bedøvet før den avlives, sløyes, vaskes og sortert. Til slutt blir den pakken inn i is før den blir sendt ut til butikker, til foredling i Norge eller til utlandet (laks.no, 2021).



Figur 4: Havbruksbasert verdikjede

For å sikre optimal- og effektiv produksjon av fisk, har det ført til vertikal integrasjon av hele verdikjeden. Ved å ha større kontroll over verdikjeden, reduserer risikoen knyttet til kvalitet, leveringstidspunkt, kvanta og pris, på grunn av ledelsen vil ha større kontroll over alle prosessene. For å oppnå en effektiv verdikjede stilles det store krav til kompetanse, informasjonsflyt og grad av kontroll (Asche, Guttormsen, Nøstbakken, Roll & Øglend, 2014, s.12). Majoriteten av oppdrettsselskapene på Oslo Børs har valgt å organisere sin verdikjede på denne måten. Fiskeoppdrett inneholder svært komplekse og ulike produksjonsprosesser, som gjør at noen av selskapene organisere sine prosesser gjennom ulike segmenter eller heleide datterselskaper. De ulike segmentene spesialiserer seg på sin hovedaktivitet for å oppnå høyest grad av effektivitet (Asche et al., 2014, s. 12).

Ved å integrere prosesser internt og få kontroll over hele verdikjeden, vil transaksjonskostnaden reduseres. Williamson (1989) introduserte transaksjonskostnader i 1985, som er kostander knyttet å etablere og opprettholde avtaler (transaksjoner) mellom kjøper og selger (Asche et al., 2014, s. 12). Eksempler på slike kostnader er planleggingskostnader, kostnader knyttet til forhandling og tilpasning. Williamson advarer også mot å undervurdere de langsiktige kostnadene knyttet til opportunisme fra eksterne aktører i en verdikjede. Eksterne aktører som har mye makt, kan utnytte sin posisjon ved å øke priser eller redusere standarden på leveransen (Johnson et al., 2017. s. 254).

1.2.6 Lakseprisen

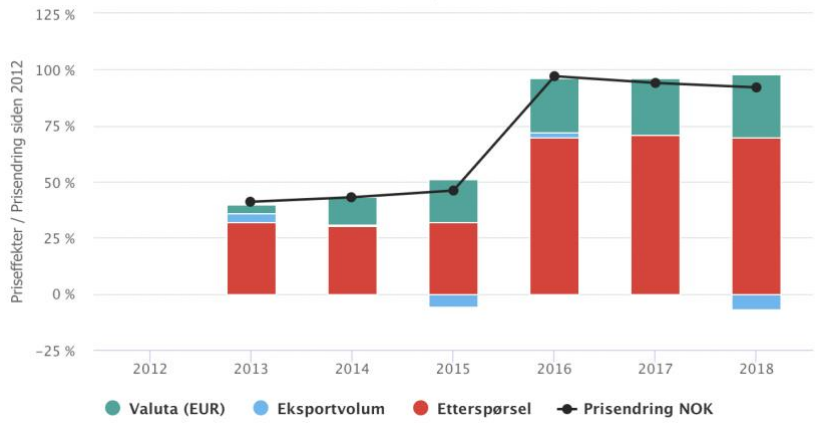
Oppdrettsselskapenes inntjening er svært bundet til utviklingen av lakseprisen. Som i alle markeder med fri konkurranse, vil prisen dannes ved tilbud og etterspørsel etter en vare. Det er rimelig å anta at jo dyrere en vare blir, jo mindre kjøper vi av dem. På samme måte vil produsenter redusere prisen for å øke salget.

Figur 5: Prisutvikling fersk oppdrettslaks fra 2011-2021 (SSB.no).

Før laksen er klar til og selges, kreves det fra fiskeoppdrettene sin side at produksjonen må planlegges. Fra rognen klekkes, til fisken er ferdig slaktet tar det rundt 3 år. Dette gjør at produksjonsvolumet på kort sikt vil være utfordrende å påvirke. En annen faktor som avgjør tilbudet av laks, er konsesjonstildelinger og tilgang til egnede muligheter til å øke produksjonen fra dagens nivå. Det vil også oppstå uforutsette hendelser som selskaper kan i svært liten grad påvirke, som for eksempel: variasjoner i vanntemperatur, lakselus, dødelighet og rømming av fisk. En analyse utført av kunnskapsbanken, ble det estimert at etterspørselen etter laks fra 2012 til 2018, økte med 66 %. Denne veksten har vært positivt for lakseselskapene (Capia, 2019). De viktigste årsakene bak etterspørselsveksten forklarer de ved: inntektsvekst, økt pris på alternative produkter og utviklingen av nye fiskeprodukter. Artikkelen trekker også frem verdiutviklingen av den norske kronen som en viktig faktor i den økte eksportverdien for norske selskaper.

Med en svært stor andel av produksjonen som blir eksportert til utlandet, vil valutakursen være svært viktig for prisdannelsen innenlands. Svekker den norske kronen seg, vil prisen målt i norske kroner øke. I løpet av perioden 2012 - 2018 svekket den norske kronene seg over 20 % mot euro (Capia, 2019). Siden det europeiske markedet står for mesteparten av eksporten, vil utviklingen mellom disse to valutaene spille en viktig faktor.

Figuren nedenfor viser hvordan de ulike faktorene har påvirke prisen.



Figur 6: Priseffekter fra 2012-2018 (Capia, 2019)

1.2.7 Volatilitet

Laks kan bli ansett som en relativt homogen vare og kan ha sammenliknes som en råvare. I figur nummer 5 som viser laksepriseutviklingen fra 2011-2021, ser vi store variasjoner. Siden prisusikkerhet kan ha store økonomiske konsekvenser for selskapene, samt kjøpere av laks, er det viktig å ha en forståelse for hva som fører til volatilitet i laksemarkedet og hvordan usikkerheten varierer over tid. En volatil laksepris kan føre til langsiktige negative effekter på investeringsbeslutninger, produksjonsnivåer og lønnsomhet i en råvareintensivindustri (Keay, 2015). I 1992, 2003 og 2011 opplevde aktørene ekstremt reduserte priser grunnet overproduksjon av laks, som førte til store prisøkninger i årene 2006 og 2013. Slike store svingninger i pris, finner en ofte i sykliske bransjer (Misund, 2018).

Et verktøy selskapene kan håndtere risikoen og usikkerheten knyttet til fremtidige svingninger i lakseprisen, er bruken av futureskontrakter. En studie utført, viser at interessen for et slik verktøy kun er moderat blant oppdretterne (Bergfjord, 2007). Det er flere negative faktorer som følger med høy lakseprisrisiko. En oppdretter har begrenset mulighet til å utsette slaktning av fisken. Når laksen blir større fører det til kvalitetsforringelse, på grunn av kjønnsmodning. Ved redusert kvalitet på varen, oppnår ikke oppdretteren like høye salgspriser som fører til økonomisk tap. Dette fører til at oppdretteren må ta en beslutning om slakting av laksen innenfor et kort tidsrom.

Kun ca. 10 % av omsetningen av laks prissikres med Fish Pool-futureskontrakter (Asche, Misund & Oglend, 2016). Fish Pool er den eneste markedsplassen i verden for handel av prissikring instrumenter for lakseprisrisiko. En studie av Misund, analyserer volatiliteten i lakseprisen siden 1980, og konkluderer med at volatiliteten har vært på en stigende trend siden midten av 1980-tallet. Han anbefaler derfor selskapene å øke bruken av risikostyringsverktøy, som for eksempel futures- og opsjonskontrakter (Misund, 2018). Dette er verktøy som kan redusere de negative lakseprisusikkerhetene medfører. Forskeren anbefaler også banker og andre långivere være oppmerksom på bransjens eksponering mot en høy og økende prisusikkerhet når de vurderer sikkerhet til lån.

Årsakene bak den økte volatiliteten trekker Øglend (2013) frem er:

- Laksekrisen i Chile hvor industrien opplevde økt sykdom på bestanden, som førte til massiv reduksjon i tilbudet.
- Lovendringer på maksimal tillatt biomasse per konsesjon, som førte til skiftninger i slaktemønstre.
- Introduksjon av risikoinstrumenter på handelsplassen Fish Pool, som futureskontrakter og derivater. Her trekkes frem at dersom prisingen av futureskontrakter er konstant feil (på grunn av illikviditet), og spotmarkedsprisene er påvirket av fremtidsprisene, vil føre til unødvendig prisvolatilitet.
- Den siste årsaken Øglend trekker frem er, prisstigning på matpriser, som er en innsatsfaktor i fiskefôr. Fiskefor er den største kostnadsfaktoren for oppdretterne og har derfor stor påvirkning i prisutviklingen.

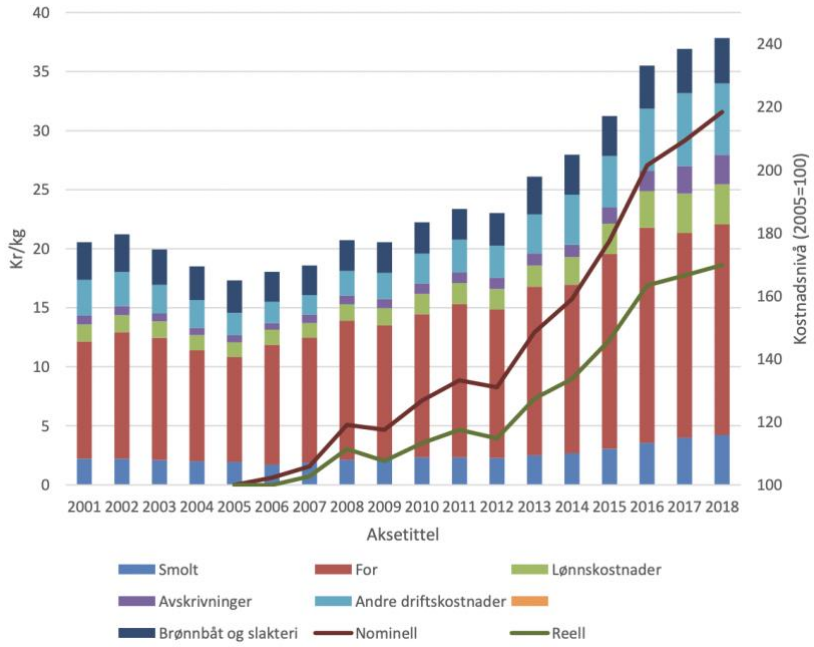
1.2.8 Kostnadsdrivere

Som tidligere nevnt er laks tilnærmet et homogent produkt, en forbruker klarer ikke å smake forskjell på fisken fra den ene oppdretteren til den andre. I et slik type marked vil derfor fokus på kostnader være viktig, da dette vil være en sentral faktor for de økonomiske lønnsomheten til et selskap. De mest sentrale kostnadsdriverne for oppdrettsselskapene er smolt, fiskefôr, lønnskostnader og kostnader knyttet til lakselus og sykdom. Tabellen nedenfor viser utviklingen hos de ulike kostnadskomponentene fra 2015-2019.

	2015	2016	2017	2018	2019	% av kost 2019
Smoltkostnad	2,72	3,18	3,43	3,44	4,10	10,72 %
Fôrkostnad	13,18	14,55	14,38	14,15	15,63	40,85 %
Forsikringskostnad	0,13	0,13	0,13	0,15	0,15	0,39 %
Lønnskostnad	2,07	2,28	2,73	2,80	3,19	8,34 %
Avskrivninger	1,58	1,80	1,94	2,19	2,58	6,74 %
Annen driftskostnad	6,31	8,71	8,13	7,24	8,98	23,47 %
Netto finanskostnad	0,16	-0,04	0,02	0,12	-0,10	-0,03 %
Produksjonskostnad	**26,15**	**30,60**	**30,74**	**30,09**	**34,54**	**90,28 %**
Slaktekostnad	2,95	3,26	3,09	3,79	3,72	9,72 %
Sum kostnad	**29,10**	**33,86**	**33,84**	**33,88**	**38,26**	**100 %**

Tabell 2: Gjennomsnittlig kostnader per kg produsert fisk (Fiskedirektoratet, 2019).

Annen driftskostnad er en samlepost som omfatter alt fra reparasjoner og vedlikehold til rene administrasjonsutgifter. Her inkluderes også kostnader knyttet til fiskehelse som eksempelvis rensefisk, avlusning og vaksinering (Fiskedirektoratet, 2019). Figur nummer 7 viser kostnadsutviklingen i perioden fra 2001 til 2018 og viser en kraftig kostnadsøkning fra perioden 2012 - 2016.



Figur 7: Produksjonskostnader i Norge, laks 2011-2018. løpende priser (Nofima, 2019, s. 8)

I rapporten utgitt fra Nofima (2019) forklarer den store kostnadsøkningen ved primært økende priser på fiskefôr, og kostnader knyttet til sykdom og lus. Luseproblemet til oppdretterne påvirker de øvrige kostandskategorien mer indirekte. Lus gir dårligere biologiske resultater, som for eksempel reduserte slaktevekter, økt dødelighet og økt fôrfaktor. Håndteringen av luseproblematikken har medført endring i driftspraksis. Endringene innebærer blant annet omlegging til utsett av større settefisk som har medført høyere smoltkostander.

Rapporten trekker frem også bruken av rensefisk, luseskjørt, laser, behandlingskapasitet og annet gir økte kostnader, både i form av høyere lønnskostnader, høyere andre kostnader og kapitalkostnader (Nofima, 2019).

Økningen i fôrkostnaden forårsakes ved prisøkning innsatsfaktorene som fôret inneholder. De viktigste råvarene i fiskefôr er fiskeolje, fiskemel, rapsolje og soyamel. Valutakursutviklingen spiller også en sentral rolle, da en stor andel av råvarene handles internasjonalt. Som følge av en kraftig svekkelse av den norske kronen mot dollar, har oppdretterne opplevd stadig dyrere råvarepriser. I tillegg til knapphet på marine råstoffene som benyttes i fiskefôret, har produsentene akselerert arbeidet i å finne erstatninger. Vegetabilske substitutter har i økende grad erstattet fett og proteiner fra fiskeolje og fiskemel (Nofima, 2019).

Kapittel 2 METODE

For å kunne svare på avhandlingens problemsstilling, er det viktig å ha en fremgangsmåte som sikrer at relevant og valid informasjon blir innsamlet. I dette kapitlet vil den metodiske fremgangsmåten bli presentert. Det er mange forskjellige forskningsprosesser som kan svare på ulike problemstillinger, ved bruk av ulike strategier for å innsamle og analysere data.

2.1.1 Forskningsdesign

Et forskningsdesign er en klar plan for innsamling, måling og analyse av data, laget for å gi svar på en problemstilling (Sekaran & Bougie, 2016, s. 97). Denne prosessen involverer en rekke steg som er utarbeidet med formål for å finne et svar på problemet som skal undersøkes. Dette betyr at det første trinnet i forskningen er å kjenne til problemområdene og identifisere så spesifikt som mulig hva som skal etterforskes og løses. Når problemet har blitt klart definert, kan tiltak iverksettes for å bestemme ulike faktorer som er assosiert med problemet, innhente informasjon, analysere data, utvikle en forklaring på problemet, og til slutt løse problemet ved å ta nødvendige korrigerende tiltak (Sekaran & Bougie, 2016, s. 2).

Hele prosessen som en forsker prøver å løse et problem, kalles forskning. Forskning omfatter prosessene av å tilegne informasjon, etterforskning, undersøkelse og eksperimentering. Denne prosessen må utføres på en systematisk, dyktig, kritisk, objektiv og logisk måte. I hovedsak, sørger forskning for at nødvending informasjon blir lagt til grunn for å ta informerte avgjørelser for å håndtere et problem. Et «*problem*» betyr ikke nødvendigvis at noe er galt i nåværende situasjon eller som trenger å bli løst umiddelbart. Et problem kan indikere en

interesse for et fenomen, der det å finne det riktige svaret kan bidra til å forbedre en eksisterende situasjon. Gjennom denne oppgaven skal jeg komme frem til en anbefalt handlingsstrategi basert på en fundamental verdsettelse av SalMar.

Denne oppgaven vil være en casestudie. Dette er en type studie som fokuserer på innsamling av informasjon om et spesifikt objekt, hendelse eller en organisasjon. I denne oppgaven vil problemstillingen omfatte det norske oppdrettsselskapet SalMar. Ideen bak en casestudie er å danne et klart bilde av problemsstillingen fra ulike vinkler og perspektiver ved bruk av flere metoder av datainnsamling. På bakgrunn av dette kan vi definere en casestudie som en forskningsstrategi som involverer en empirisk undersøkelse av et spesielt fenomen i sin virkelige kontekst ved å bruke flere metoder for datainnsamling (Yin, 2009). Ved bruk av casestudie vil det både bli anvendt kvantitative- og kvalitativ data for analysen. Kvantitativ data er informasjon som lar seg tallfeste eller uttrykkes i form av tall. I denne oppgaven vil dette hovedsakelig være informasjon som kommer fra SalMar sitt regnskap. Kvalitativ data er informasjon som ikke lar seg tallfeste, som er innhentet ved intervju, spørreundersøkelser, observasjon eller informasjon fra tilgjengelige kilder (Sekaran & Bougie, 2016, s. 2). Her vil jeg hente data fra bøker, årsrapporter og pålitelige internettkilder. Kombinasjon av både kvantitativ- og kvalitativ data, kalles dette metode triangulering. Dette vil gi et mer korrekt bilde av verdsettelsen hvor ulike perspektiver blir innarbeidet.

2.1.2 Datainnsamling og analyse

Når en forsker skal gjennomføre en undersøkelse, kan han eller hun ha ulik fremgangsmåte for innsamling av data som er best egnet for å gi svar på problemstillingen. Med utgangspunkt i problemstillingen min, vil det være mest korrekt å undersøke og innhente data som strekker seg over en lengre tidsperiode. Denne metoden blir kalt longitudinell metode, hvor hensikten er å studere utviklingen og endringen hos SalMar og oppdrettssektoren. Relevant informasjon som slaktevolum, inntjeningsvekst og utviklingen i kostnader innhentes for å gi en indikasjon av ulike trender som vil påvirke prognoser og verdsettelsesestimatet (Sekaran & Bougie, 2016, s. 105). Et alternativ til longitudinell metode er kryss-seksjonell metode, hvor man innhenter data på et fast tidspunkt. Hadde denne metoden blitt anvendt, ville det ikke ha gitt et tilstrekkelig bilde av utviklingen hos selskapet og sektoren. Det ville heller ikke gitt en dekkende innsikt i endring og utvikling av lønnsomheten, samtidig som at analysen hadde blitt eksponert mot enkelteffekter som hadde påvirket verdsettelsen.

Som det har blitt vist tidligere, er oppdrettssektoren en syklisk bransje som er påvirket av lakseprisen. For å jevne ut disse svingene, har jeg valgt å innhente informasjon fra årsrapportene til selskapene fra 2015 til 2021. Tilbake i 2015 var lakseprisen på rundt 45 kr, og har siden den gangen ikke vært lavere. Dette anser jeg som tilstrekkelig for å beskrive utviklingen hos selskapenes lønnsomhetsdrivere og sektoren. Det vil potensielt oppstå et problem dersom man velger å bruke for lang historikk. Selskaper er i kontinuerlig utvikling som medfører at historiske tall vil miste sin relevans.

Gjennom denne oppgaven vil jeg kun benytte meg av sekundærdata, da jeg tar et perspektiv fra en utvendig analytiker som skal verdsette et børsnotert selskap basert på offentlig tilgjengelig informasjon. Sekundærdata er en meget effektiv måte for å innhente informasjon om et tema og kjennetegnes ved at dataen er innsamlet av andre med andre formål. Dette er forskjellig fra primærdata, som kjennetegnes ved at dataen er spesielt tilpasset og samlet inn for å besvare en bestemt problemstilling (Gripsurd, Olsson & Silkoset, 2010, s. 57). Den store fordelen med sekundærdata er at de allerede er tilgjengelige, som vil spare en forsker tid og ressurser. En ulempe er derimot at validiteten er lavere, fordi de er samlet inn til et annet analyseformål. Dette anser jeg som lite relevant, da fundamental analyse baserer seg på informasjon fra pålitelige og relevante kilder.

I en fundamental analyse, ser man på selskapets prestasjoner sammenlignet mot konkurrenter i samme sektor. Dette vil danne grunnlaget for studiens populasjon. Populasjon blir definert som hele gruppen som er av interesse av forskeren ønsker å undersøke (Sekaran & Bougie, 2016, s. 236). Populasjonen vil derfor utgjøre oppdrettsselskaper som er notert på hovedlisten på Oslo Børs som inkluderer selskapene Mowi, Lerøy, Grieg Seafood, Norwegian Royal Salomon og Bakkafrost Jeg vil ikke inkludere Atlantic Sapphire på grunn av dette er ett oppdrettsselskap som har produksjon på land, og skiller seg derfor ut fra utvalget i studien.

2.1.3 Relabilitet og validitet

Når man skal utføre ny forskning eller vurdere andres som allerede har blitt utført, er det viktig å vurdere hvor «god» en undersøkelse er. I denne forbindelsen dukker spørsmålet om undersøkelsens relabilitet og validitet. Disse begrepene anvendes ofte når man skal ta stilling til hvor godt man måler ett eller flere fenomener. *Relabilitet* handler om i hvilken grad man kan stole på at resultatene er pålitelige. Dette kan eksemplifiseres ved å gjenta en samme undersøkelse med den samme metoden – eller med andre metoder- vil det føre til samme

resultat. Dette betyr at de tilfeldige feilene som alltid oppstår, må være minst mulige for at forskningen skal være reliabel. *Validitet* dreier seg om hvor godt man måler det som man har til hensikt å måle. Selv om et mål har høy relabilitet (pålitelighet), er det ikke sikkert at validiteten er høy. En forsker kan fullt mulig måle med høy grad av nøyaktighet og pålitelighet som resulterer i svært konsistente resultater fra gang til gang, men at personen måler noe annet enn det som var hensikten (Gripsurd, et al., 2010, s. 51).

Validitet i forskning kan deles inn i intern og ekstern validitet. Intern validitet gjelder i hvilken utstrekning kausaliteten i undersøkelsen holder mål. Dersom en forsker for eksempel påstår at X påvirker Y, må personen være sikker på at det faktisk er X som er årsaken til endringen i Y, og at denne variasjonen ikke kommer av andre forhold som forskeren har utelatt fra modellen. Ekstern validitet handler om i hvilken grad resultatene fra en studie kan overføres til lignende situasjoner. Ekstern validitet uttrykker dermed om resultatet kan generaliseres (Gripsurd, et al., 2010, s.49).

Kapittel 3 SalMar ASA og bransjeutvalget

I dette kapittelet skal jeg presentere SalMar og bransjeutvalget. SalMar er et norsk oppdrettsselskap som er notert på Oslo Børs´ hovedliste. Selskapet er et av verdens største oppdrettsselskap og består av totalt 1 763 arbeidere. Konsernsjefen er Gustav Witzøe som har en ingeniørutdannelse og en fortid fra Volvo Norge.

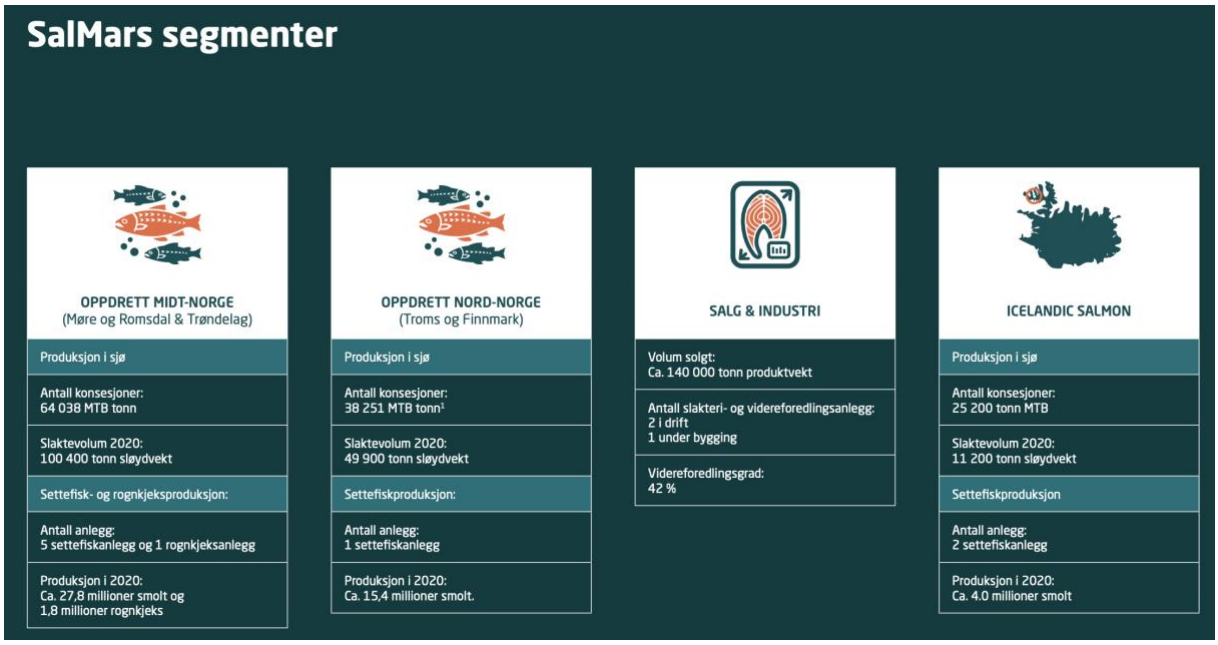
3.1.1 Historie

SalMar ble etabler i 1991 på Frøya i Sør-Trøndelag hvor de kjøpte et konkursbo som bestod av én konsesjon for oppdrett av laks og et slaktnings- og bearbeidingsanlegg. Hovedvirksomheten var den gangen bearbeiding av frossen laks. Gjennom årene har selskapet vært igjennom en industriell utvikling med hyppige oppkjøp av virksomheter og konsesjoner (SalMar, 2021). I 2000 etablerte de seg for første gang utenfor regionen Midt-Norge gjennom kjøp av 49 % av aksjene i Senja Sjøfarm AS i Troms. Den gangen hadde Senja Sjøfarm AS totalt ni konsesjoner i tillegg til et eget settefiskanlegg. I 2001 startet de med å etablere seg utenfor Norges grenser med nyetableringen Norskott Havbruk AS sammen Lerøy Seafood AS. Norskott Havbruk AS er eneeier av Scottish Sea farms Ltd., som er Storbritannias nest største lakseprodusent. SalMar og Lerøy eier 50 % hver av aksjene i Norskott Havbruk AS. SalMar har siden sin opprinnelse kontinuerlig klart å økte slaktevolumet gjennom oppkjøp og i 2007 ble selskapet notert på Oslo Børs sin hovedliste (SalMar, 2021, s. 9).

Det som utmerker seg hos selskapet, er deres regelmessige oppkjøp av ulike selskaper som har resultert i et fullintegrert oppdrettsselskap. SalMar har produksjon av laks i Norge, på Island og Skottland som ført til en total sløyd vekt på 173 500 i 2020 (SalMar, 2021, s. 10).

3.1.2 Segmenter

I 2020 har SalMar en tilstedeværelse med kontorer både i Europa og Asia. I 2020 bestod 74 % av eksporten til Europa, 19 % til Asia 6 % til Nord-Amerika og 1 % til Afrika. I dag er SalMar et fullintegrert oppdrettsselskap som har delt seg inn i fire segmenter: Oppdrett Midt-Norge, Oppdrett Nord-Norge, Salg & Industri og Icelandic Salmon.
Figuren under viser hvordan produksjonen er fordelt på de ulike segmentene.



Figur 8: SalMars segmenter. (SalMar, 2021, s.14)

Oppdrett Midt-Norge

Segmentet Midt-Norge representerer det omradete SalMar startet sin virksomhet. Denne regionen har i dag 64 038 tonn maksimal tillatt biomasse (MTB) samt flere FoU-tillatelser med andre selskap som strekker seg fra Sunnmøre i sør til Namdalkysten i Nord. Segmentet har 5 settefiskanlegg og 1 rognfiskanlegg og det investeres jevnlig for å øke kapasitet og kunne ta del i en fremtidig vekst. På grunn av regionens naturgitte klima med gunstige havtemperatur og god utskiftning av sjøvann, er området for produksjon av laks svært gode (SalMar, 2021, s. 15).

Oppdrett Nord-Norge

Segmentet Nord-Norge strekker seg fra Harstad i sør til Sør-Varanger i Finnmark og innehar i dag 38 251 tonn MTB. SalMar er den største oppdrettsaktøren i Troms og Finnmark og har satset målrettet på økt fagkunnskap blant de ansatte i denne regionen, samt en stor andel lærlinger. Det har vært et målrettet arbeid som har pågått over flere år og er en del av selskapets strategi for rekruttering og økt kunnskapsbygging. Segmentet har 1 settefiskanlegg som er under utvidelse som skal sikre økt kapasitet samtidig gi fleksibilitet til å produsere større smolt. I tillegg er et nytt slakte- og videreforedlingsanlegg, InnovaNor under bygging på Senja som vil skape lokal verdiskapning og optimalisere logistikken, hevder SalMar (SalMar, 2021, s. 15).

Salg & Industri

Dette segmentet står for konsernet salgsaktiviteter og landbaserte industrielle aktiviteter i Norge. Totalt eksporteres det laks til 53 ulike nasjoner og omsatte for ca. 140 000 tonn laks og andre fiskebaserte produkter. SalMar har også fast bemannede salgskontorer i Japan, Korea, Vietnam, Taiwan og Singapore. Anlegget InnovaMar er et moderne bygg med en ledene utstyrspark for slakting, porsjonering, filtrering med en kapasitet på 75 000 tonn laks årlig på et skift, som ligger på Frøy. Med sin lokasjon ligger anlegget i umiddelbar nærhet til segmentet Midt-Norge. Vikenco AS, et av datterselskapene til SalMar fasiliteter også slakting av fisk til segmentet Midt-Norge (SalMar, 2021, s. 16).

Icelandic Salmon

Segmentet er den største lakseoppdretteren på Island. Selskapet et er fullintegrert lakseoppdretter med egne smoltanlegg, sjølokaliteter, slakteanlegg og salgsavdeling. I 2020 gjennomførte selskapet en emisjon i tillegg til en notering på Euronext Growth, som medførte at SalMars eierandel nå er 51 %. 2020 var et krevende år for selskapet hvor de opplevde utfordringer knyttet til biologien. Oppdrett på Island er i en tidlig fase, men SalMar har tro på at de kan oppnå en bærekraftig produksjon med sine naturgitte kvaliteter (SalMar, 2021, s. 16).

3.1.3 Strategi

SalMar har et mål om å være verdens beste oppdrettsselskap og deres visjon er «Passion for Salmon». Selskapet setter fisken i fokus og produksjonen skal foregå på laksens egne betingelser på en bærekraftig måte. SalMars har to tydelige strategiske mål innen den operasjonelle virksomheten som utgjør kjernen i selskapets strategi:

1. Biologi skal være kostnadsledende – best mulig operasjonell effektivitet.
2. Salg og industri skal sikre optimal anvendelse av laksen for å oppnå den best mulige prisen.

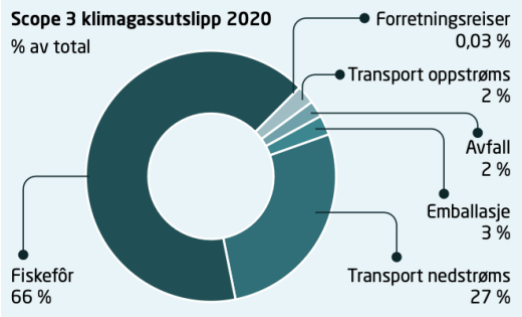
(SalMar, 2021)

3.1.4 Bærekraft

Selskapet har retter stort fokus mot bærekraft, og de inkluderer dette inn i alle prosessene og målsetningene deres. Dette omfatter de ansatte, laksen, miljøet og å bidra til å utvikle næringen og samfunnet i en mer bærekraftig retning. Pilotprosjektet Ocean Farm 1 er et eksempel på dette, hvor selskapet utvikler en havmerd for å flytte oppdrettsproduksjonen ut til havs for å redusere det biologiske fotavtrykket på produksjonen.

Ved bruk av ny teknologi, skal selskapet redusere det biologiske fotavtrykket samtidig sørge for god fiskevelferd. Selskapet leverer årlig inn bærekraftsrapporter, og har gjort dette i syv år. Rapporten er utarbeidet med utgangspunkt i de kravene som stilles av Global Reporting Initiative (GRI), og er delt på selskapets tre pilarer: Fisk, Miljø & teknolog og menneske & samfunn (SalMar, 2021, s. 20). SalMar har egne kvalitetsavdelinger som overvåker og evaluerer innsatsen innenfor feltet, men det er ledergruppen innen hvert segment som vurderer de overordnede risikovurderingene og iverksetter nødvendige tiltak.

SalMar har forpliktet seg til å redusere klimagassutslippene i henhold til verdens klimamål. Dette innebærer en reduksjon på minimum 35 % av klimagassene frem til 2030. Scope 1 og 2, er områder som SalMar har full operasjonell kontroll, og utgjør kun 2.4% av utslippene i 2020. Mesteparten av utslippene kommer i fra scope 3 hvor fôr og transport utgjør de største elementene (SalMar, 2021, s. 37).



Figur 9: Klimagassutslipp scope 3 (SalMar, 2021, s. 37)

Siden 2018 har klimagassutslippene fra Scope 1 og 2, blitt redusert med 9.4 %, men de totale utslippene fra Scope 3 har økt med 0.8 %. Med en økning i produksjonen på 11.3% over samme tidsperiode, har utslippene vært stabile, men blitt mer effektive. SalMar jobber kontinuerlig med å redusere klimautslippene, og derfor jobber de med å elektrifisere verdikjeden, eksempelvis ved bruk av landbasert strøm på sjø-lokalitetene og elektrifisering av båter. I 2016 tok selskapet i bruk verdens første helelektriske arbeidsbåt for havbruksnæringen og i 2020 introduserte de verdens første hybride brønnbåt, RoVision (SalMar, 2021, s. 39).

3.1.5 Aksjekurs

Som tidligere nevnt er SalMar notert på Oslo Børs Hovedindeks og hadde sin første handelsdag 8. mai 2007. Ved utgangen av andre kvartal 2021 hadde selskapet totalt 117 799 999 utestående aksjer fordelt på 11 157 aksjonærer. Kverva Industrier AS er selskapets største aksjonær med en eierandel på 52, 46 %. De 20 største aksjonærene eier til sammen ca. 74 % av selskapet. Gjennom andre kvartal varierte aksjekursen mellom 557,8 kr og 656, 8 kr. Over de tre siste årene har kursen steget fra 435 kr til 589, 4 kr og verdsetter selskapet over 70 milliarder kroner. Figuren nedenfor viser aksjekursutviklingen i SalMar og Oslobørs over de fem siste årene og vi ser at SalMar har levert en betydelig høyere avkastning gjennom denne perioden.

Figur 10: Utvikling aksjekurs SalMar AS og Oslo Børs indeks (Euronext, 2021)

Under denne perioden har sektoren opplevd økt produksjon i tillegg til en høy laksepris, som kan forklare denne meravkastningen. I tillegg til kursutviklingen har SalMar betalt årlig utbytte mellom 12 kr - 23 kr i løpet av fem års perioden.

3.2 Valg av bransjeutvalg

Som tidligere nevnt, er alle selskapene som er inkludert i bransjeutvalget, innlemmet i Oslo Seafood Index med sin hovedvirksomhet innenfor oppdrett av laks. Selskapene har allikevel noen særegne karakteristikker som gjør at de skiller seg fra hverandre. Mowi rapporterer sine regnskapstall i euro, og jeg har valgt en vekslingskurs til NOK på 10,04. Bakkafrost rapporterer sine regnskapstall i DKK med en vekslingskurs til NOK på 134,77. Disse kursene representerer månedlig gjennomsnittskurs fra september 2017 til august 2021, med data fra Norges Bank.

3.2.1 Mowi

Mowi er verdens største lakseoppdrettsselskap målt etter slaktevolum og omsetning. Selskapet er notert på Oslo børs og leverer produktene sine til over 70 forskjellige land. Mowi har røtter helt tilbake fra 1964, men ble etablert etter en sammenslutning av tre uavhengige selskaper (Pan Fish, Marine Harvest og Fjord Seafood) og har over 12 000 ansatte. I 2018 byttet selskapet navn fra Marine Harvest, til Mowi. Sammen med de andre selskapene i bransjeutvalget, er Mowi et fullintegrert selskap, men utmerker seg ved at de i 2012 etablerte kontroll over egen fôrproduksjon (Mowi, 2021, s.4).

Mowi har oppdrett av laks i Norge, Chile, Skottland, Canada, Irland og Færøyene. I 2020 nådde de et totalt slaktevolum på 439 829 tonn laks hvorav Norge utgjorde over 260 000 tonn. Europa stod for 69 % av salget i 2020, Amerika 21 % og Asia 9 %. Selskapet er representert i 25 land rundt hele verden, mens hovedkontoret ligger i Bergen. (Mowi, 2021, s. 5)

I likhet med de andre oppdrettsselskapene, ble Mowi påvirket i stor grad av Covid-19. Selskapet opplevde svekket salg til hotell, restaurant og catering segmentet, men økte i dagligvaresegmentet. Netto etterspørsel etter laks i 2020 var allikevel ned som førte til lavere spotpriser og reduserte marginer. Mowi retter stort fokus mot bærekraftig og miljøvennlig produksjon av laks, som førte til at selskapet ble kåret til verden mest miljøvennlige produsent av dyreprotein i 2020 av Coller FAIRR Protein Producer Index (Mowi, 2021, s. 6).

Et annet fokusområde hos Mowi, er digitalisering og automasjon av verdikjeden. Mowi 4.0 strategy inkluderer prosjektet Smart Farming som ved bruk av avansert bilde teknologi og sensorer har som mål å overvåke fiskens velferd og kunne effektivisere produksjonen. Mowi hevder at ved å tilegne seg masse data fra sensorene, kombinert med maskin læring og kunstig intelligens, vil teknologien sørge for at selskapet kan produsere fisk på en mer effektiv og bærekraftig måte (Mowi, 2021, s. 7).

Mowi er ser aktivt etter muligheter for å redusere sin avhengighet av spotprisene i markedet for laks. Dette inkluderer økt produksjon av bearbeidete varer, som har en med stabil prisprofil. Selskapet har derfor satt opp produksjonsfasiliteter i land som USA, Spania og Kina over de siste årene. (Mowi, 2021, s. 30). Mowi satser også sterkt på det Amerikanske markedet, som er den største sjømatsimportøren i verden. Selskapet har sine egne merkevarer som: Captain Omega, Ducktrap, Marine Harvest som finnes hos mange ulike dagligvarekjeder i USA. Mowi hevder de derfor kan skaffe rask informasjon om ulike trender i markedet og hva slags preferanser kunden deres har. (Mowi, 2021, s. 84).

Mowi (NOK 1 000)	2018	2019	2020
Slaktet volum (tonn)	375 237	435 904	439 829
Driftsinntekter	38 271 476	41 521 424	37 752 408
Driftsresultat før av- og nedskrivninger	9 098 248	8 779 980	5 066 184
Årsresultat	5 694 688	4 782 052	1 195 764
Egenkapital	28 905 160	29 041 704	27 751 564
Egenkapitalandel	56%	53%	52%
Resultat per aksje	11,55	9,24	2,31

Tabell 3: Nøkkeltall Mowi

3.2.2 Lerøy Seafood Group

Selskapet ble notert på Oslo børs i 2002 og har sine røtter tilbake på slutten av 1800-tallet. Lerøy har gjennom historien utført oppkjøp og investeringer som har ført til at selskapet er et fullintegrert oppdrettsselskap med rundt 5 000 ansatte. Selskapet har en stor internasjonal tilstedeværelse med produksjonsfasiliteter i land som Spania, Italia, Nederland, Portugal, Frankrike, USA, Kina og Japan, som gjør at de leverer fisk til over 80 markeder (Lerøy, 2021, s. 22). Lerøy er det eneste selskapet i bransjeutvalget som også har hvitfiskproduksjon. Denne satsningen startet i 2017 hvor det ble gjort oppkjøp av tråleredriet Havfisk ASA og Norway Seafood AS. I 2020 slaktet selskapet ca. 171 000 tonn laks og ørret i tillegg til 68 000 tonn hvit fisk (Lerøy, 2021, s. 64).

Lerøy rapporterer i tre segmenter: villfangst, havbruk og VAP, salg og distribusjon. Villfangst segmentet består av virksomheter knyttet til fangst og bearbeiding av hvitfisk i Norge. Havbruk består av oppdrett av laks, ørret og rensefisk frem til og med slakt. I dette segmentet har selskapet tre helintegrerte verdikjeder for produksjon av fisk i Nord-Norge, Vest-Norge og Midt-Norge. I segmentet VAP, Salg og distribusjon driver selskapet med salg, markeds- og produktutvikling, distribusjon og foredling med et globalt nedslagsfelt. Segmentet har også foredling av andre fiskearter som for eksempel skalldyr.

Lerøy har investert mye i verdikjeden sin over de siste årene, noe som har gitt selskapet et større handlingsrom når det gjelder salg av egenprodusert laks og ørret, skapt større produktbredde og tilgang til nye markeder. Med de rammevilkårene for å drive industriutvikling i Norge, har Lerøy valgt å flytte ut produksjonen til lavkostland. Med deres nye fabrikk i Nederland, hevder de at selskapet vil få et fullmoderne produksjonsanlegg med høy teknologisk standard og høy grad av automatisering. Dette sikrer Lerøy nærhet til kundene, samtidig som at selskapet kan effektivisere sin produksjon av foredlet fisk (Lerøy, 2021, s. 11).

Lerøy har også satt søkelys mot å innarbeide bærekraft i alle sine ledd i verdikjeden. Dette har ført til at selskapet har satt i gang ulike prosjekter som elektrifisering av fôrflåter og båter, redusert matsvinn og plast. Selskapet har også ulike prosjekter knyttet til fiskevelferd og fiskehelse, lus, sertifiseringer og redusert avskoging knyttet til fôrråvarer (Lerøy, 2021, s. 14).

Lerøy (NOK 1 000)	2018	2019	2020
Slaktet volum (tonn inkludert villfangst)	228 100	220 675	239 268
Driftsinntekter	19 837 637	20 426 902	19 959 652
Driftsresultat før av- og nedskrivninger	4 228 205	3 746 276	3 108 795
Årsresultat	3 597 959	1 869 739	790 209
Egenkapital	17 134 291	17 763 305	17 632 769
Egenkapitalandel	60,4%	58,8%	58,5%
Resultat per aksje	4,90	3,48	2,60

Tabell 4: Nøkkeltall Lerøy

3.2.3 Bakkafrost

Bakkafrost er et selskap som har sin hovedbase på Færøyene, men har i tillegg oppdrettsvirksomhet i Skottland. Selskapet ble notert på Oslo børs i 2009 og har opphav tilbake på 1960-tallet. Selskapet har over 1 600 ansatte.

I 2020 opplevde selskapet nedgang i omsetning og lønnsomhet, da de er eksponert mot hotell, restaurant og cateringsegmentet. Nedstigningen grunnet pandemien førte i tillegg til økte fraktkostnader da store deler av flyflåten ble satt på bakken. 70 % av salget i 2020 gikk til EU, 17 % til USA, og 7 % til det asiatiske markedet hvor Kina stod for mesteparten. Salget til Øst-Europa stod for 5 % (Bakkafrost, 2021, s. 7).

I 2018 implementerte selskapet en femårs-plan, hvor det skulle investeres totalt 3 milliarder DKK i selskapets verdikjede. Dette har ledet til at Bakkafrost har fått en slaktekapasitet på 100 000 tonn, samtidig som de er selvforsynt med intern fôrproduksjon til produksjon av fisk (Bakkafrost, 2021, s. 4). Med sin helintegrerte verdikjede, har Bakkafrost mulighet for å dokumentere hele fiskens produksjonssyklus, skaffe seg informasjon slik at selskapet kan optimalisere sine prosesser, og iverksette eventuelle tiltak hvis nødvendig. Dette gir også muligheter for selskapet å inngå lange kontrakter med kunder uten å være avhengig av en tredjepart for å sikre høy kvalitet og forutsigbarhet for begge parter (Bakkafrost, 2021, s.24).

Bakkafrost har 19 oppdrettssteder på Færøyene og 44 i Skottland. Dette er lokasjoner som har gunstige klimatiske forhold for oppdrett av fisk med god vannkvalitet. Golfstrømmen sørger for at temperaturen i vannet er stabil året rundt, med lite variasjoner (Bakkafrost, 2021, s.29). Alle oppdrettsanleggene til selskapet er miljøsertifisert med årlig revidering av ulike uavhengige byråer (Bakkafrost, 2021, s.36).

Bakkafrost (NOK 1 000)	2018	2019	2020
Slaktet volum (tonn)	44 591	65 109	85 687
Driftsinntekter	4 282 212	6 079 619	6 269 355
Driftsresultat før av- og nedskrivninger	1 716 714	2 203 779	1 439 240
Årsresultat	1 294 186	1 080 700	623 776
Egenkapital	5 494 612	11 451 238	11 764 730
Egenkapitalandel	70%	65%	66%
Resultat per aksje	22,16	25,66	8,36

Tabell 5: Nøkkeltall Bakkafrost

3.2.4 Grieg Seafood

Grieg Seafood er et norsk oppdrettsselskap som ble opprettet i 1992, men har historie tilbake fra 1960-tallet. Selskapet ble notert på Oslo bør i 2007 og har gjennom historien utført mye oppkjøp av mindre selskaper for å vokse. Grieg har oppdrettsanlegg i Norge, Canada, og i Skottland (Shetland). I 2020 nådde selskapet et slaktevolum på 86 847 tonn (Grieg, 2021, s. 12). I likhet med de andre selskapene, er Grieg Seafood også et helintegrert oppdrettsselskap.

Grieg har planer om å selge oppdrettsvirksomheten i Skottland grunnet trøbbel med lønnsomheten i dette segmentet. Selskapet vil rette sitt fokus mot å bedre lønnsomheten i lakseproduksjonen i Canada og i Norge. Grieg ser størst potensiale i disse markedene, og med sin umiddelbare nærhet til kunden, ønsker selskapet å fokusere på disse segmentene. Med investeringer innen fiskehelse, forskning og utvikling og RAS-teknologi, ønsker selskapet å redusere kostnadene og bli mer konkurransedyktig (Grieg, 2021, s. 18).

Videre ser Grieg for seg å utvikle seg mer fra å kun være ett oppdrettsselskap, til å bli en innovasjonspartner for en bestemt kundegruppe. Dette gjorde selskapet ved at de oppløste samarbeidet med en av de eksterne salgsfunksjonene i 2020, Ocean Quality. De etablerte videre en egen fullintegrert salg- og markedsføring organisasjon. Med denne strategiendringen, ønsker selskapet å tilegne seg mer kunnskap om kundene fra dagligvaresegmentet, da Grieg ser store vekstmuligheter her (Grieg, 2021, s. 18).

Frem mot 2025 har selskapet lagt en strategi for å nå et slaktevolum på 130 000 tonn. For å nå dette målet retter Grieg fokuset sitt mot sen-smolt investeringer, lisenskjøp og ta i bruk ny teknologi. Selskapet ser også muligheter innen joint ventures, fusjoner og oppkjøp for å nå sitt mål. En omflytting fra å være en rendyrket lakseoppdretter, vil Grieg fremover bli en innovativ partner for utvalgte kunder. Med mål om å øke marginer, redusere prisvolatilitet, risiko og optimalisere samarbeidet mellom oppdrett og salg (Grieg, 2021, s. 22).

Grieg vil satse på produksjon av sen-smolt, ved at de bevarer smolten på land i lukkede kar over en lengre periode enn normalt. Dette vil redusere tiden fisken trenger ute i sjømerden med flere måneder. Selskapet mener at mindre tid ute i sjøen vil forbedre biologiske kontrollen, fiskevelferd, overlevelse og kvaliteten på grunn av mindre eksponering mot biologiske risikofaktorer som lus, sykdom og svingninger i vannkvaliteten. Dette vil også føre til mindre kostnader knyttet til fiskebehandling og miljøpåvirkning oppdrettsproduksjon har.

Grieg argumenterer også for at dette vil føre til en mer effektiv produksjon, ved at fisken trenger kortere tid i sjøen før den når ønsket volum for slakt (Grieg, 2021, s. 27).

Grieg Seafood (NOK 1 000)	2018	2019	2020
Slaktet volum (tonn)	75 000	83 000	87 000
Driftsinntekter	7 500	4 756	4 384
Driftsresultat før av- og nedskrivninger	1 334	1 384	602
Årsresultat	997	599	-316
Egenkapital	3 883 511	4 140 843	4 370 918
Egenkapitalandel	48%	46%	41%
Resultat per aksje	8,81	5,61	-4,84

Tabell 6: Nøkkeltall Grieg Seafood

3.2.5 Norwegian Royal Salmon

Norwegian Royal Salomon ble etablert i 1992 av 34 lakseoppdrettere for å drive salg og markedsføring av oppdrettslaks. Selskapet ble notert på Oslo børs i 2011, og har gjort flere oppkjøp for å få tilgang til konsesjoner. I løpet av 2020 solgte salgsvirksomheten 88 904 tonn laks, mens oppdrettsvirksomheten slaktet 30 509 tonn. I 2020 eksporterte salg og markedssegmentet laks og ørret til 52 land, som var 83 prosent av salget. (Norwegian Royal Salmon, 2021, s. 25).

Konsernet er minoritetsaksjonær i fem selskaper, hvor tre av selskapene er oppdrettsselskaper med 11 konsesjoner til sammen. I tillegg eier selskapet 50 prosent av Nordnorsk Smolt AS som er et settefiskselskap. Dette har ført til at NRS er involvert i de fleste ledd i verdikjeden i fra smoltproduksjon, produksjon av laks, slakting og salg- og markedsføring. (Norwegian Royal Salmon, 2021, s. 25).

Selskapet har investert i et eget settefiskanlegg med RAS-teknologi som sikrer selskapet smoltleveranser til egen produksjon. Anlegget er strategisk plassert med nær tilknytning til oppdrettsvirksomheten i Troms og Finnmark. (Norwegian Royal Salmon, 2021, s. 16).

I likhet med SalMar, utvikler NRS utstyr og produksjonsteknologi til havmerder. I 2018 fikk selskapet utviklingstillatelse fra Fiskeridirektoratet til å drive utvikling av Artic Offshore Farming. Sammen med Aker Solution har de utviklet et halvt nedsenkbart offshore oppdrettsanlegg, som er dimensjonert for oppdrett ute i mer værutsatte lokaliteter. Ved å plassere merdene ute i havet, vil man oppnå økt arealutnyttelse av norske farvann samtidig som det miljømessige fotavtrykket begrenses.

Miljøforholdene på slike lokaliteter vil være svært attraktive med god vannutskiftning som sikrer god fiskevelferd og tilvekst. (Norwegian Royal Salmon, 2021, s. 16).

NRS har en eierandel på 51,3 % i Artic Fish på Island. Selskapet ble notert på handelsplassen Euronext Growth februar i 2021.

NorwegianRoyalSalmon (NOK 1 000)	2018	2019	2020
Slaktet volum (tonn)	35 970	27 297	30 509
Solgt volum (tonn)	82 420	89 879	88 904
Driftsinntekter	5 080 806	5 586 670	5 118 867
Driftsresultat før av- og nedskrivninger	731 024	629 606	346 999
Årsresultat	709 091	1 313 097	74 687
Egenkapital	2 320 785	3 357 040	3 130 692
Egenkapitalandel	56,7%	71,7%	53,8%
Resultat per aksje	16,21	30,14	1,86

Tabell 7: Nøkkeltall Norwegian Royal Salmon

Kapittel 4 Verdsettelse

I dette kapittelet skal jeg presentere de ulike modellene som jeg skal bruke for å verdsette SalMar. Det finnes ulike teknikker en analytiker kan benytte seg av for å utføre en verdivurdering av et selskap. I denne oppgaven skal jeg rette fokuset mot en fundamental verdsettelse, ved bruk av ulike modeller basert på Stephen H. Penman og boken *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. Denne boken retter fokuset mot den kvantitative analysen, hvor regnskapsanalysen blir utført. I den kvalitative delen som inkluderer strategianalysen, vil jeg bruke boken *Exploring Strategy* som hovedlitteratur.

4.1.1 Fundamental analyse

En fundamental analyse beskytter en investor mot en vind av spekulasjoner, trender og håp. For å verdsette et selskap må en ha forståelse av hvordan et selskap fungerer, hvordan den skaper verdi og hvordan den returnerer verdi til investorer. Når en person eller en institusjon investerer i et selskap, gir de opp kapital i håp om høyere fremtidig avkastning. Denne investeringen gir de et krav på selskapets avkastning (Penman, 2013, s. 10). Aksjeeiere bidrar med kapital i bytte mot en egenkapitalandel som gir dem rett til en avlønning i form av utbytte eller kontanter i form av tilbakekjøp av aksjer. Størrelsen på utbetalingen, minus beløpet som er betalt for kravet, kalles avkastning (Penman, 2013, s.11).

Et gammelt og kjent utsagn sier: «*en kjøper ikke en aksje, en kjøper et selskap*» og det går videre: «*hvis man skal kjøpe et selskap, kjenn selskapet*». Når en analytiker skal verdsette et selskap, han må kjenne til industrien og hva slags posisjon selskapet har. Han må vite selskapets strategi, hvordan den anvender de teknologiske utviklingene, og hvordan de møter på utfordringene konkurrentene kommer med. Han må kjenne til produktet, og kunne prognostisere etterspørselen. Analytikeren må også forstå regulatoriske endringer påført av myndighetene som vil ha en innvirkning på selskapet. På bakgrunn av alle disse faktorene velger analytikere å spesialisere seg innenfor en industri. Dette vil øke kvaliteten på analysene ved at analytikeren vil ha den nødvendige kjennskapen til sektoren for å kunne analysere et selskap og sammenlikne nøkkeltall mot de andre aktørene (Penman, 2014, s. 14).

Gjennom boken til Penman, kommer det frem en rekke prinsipper som er nødvendig for å gjennomføre en fundamental analyse:

1. En kjøper ikke en aksje, en kjøper et selskap
2. Når en kjøper et selskap, kjenn selskapet
3. Verdien avhenger av forretningsmodellen, strategien
4. Gode selskaper, kan være dårlige kjøp
5. Pris er det du betaler, verdi er det du får
6. En del av risikoen ved å investere er risikoen for å betale for mye for en aksje
7. Ignorer informasjon på egen risiko
8. Ikke bland hva du vet med spekulasjon
9. Forankre en verdivurdering på hva du vet, heller enn på spekulasjon
10. Pass på å betale for mye for vekst
11. Når du beregner en verdi for å utfordre prisen, være forsiktig med å bruke prisen i beregningen
12. Hold deg til din tro og vær tålmodig: prisen henvender seg til det grunnleggende, men det kan ta litt tid

(Penman, 2013, s. 19)

Verdien på en aksje er basert på fremtidig inntjening selskapet er forventete å generere, så en kan ikke unngå å lage prognoser når en skal utføre en verdsettelse av en aksje. Inntjening er prognostisert basert på analyse av informasjon. Fundamental analyse er en metode som analyserer informasjon, prognostisere inntjening basert på den informasjonen og komme til en verdivurdering basert på disse prognosene (Penman, 2013, s. 84). For å estimere den fundamentale verdien, skal jeg benytte 5 steg i prosessen for fundamental analyse som blir

presentert av Penman (2013, s. 85). Det første steget i prosessen er å kjenne selskapet, som i mitt tilfelle vil være SalMar. Dette innebærer å tilegne kunnskaper om selskapets strategi, produkter, konkurransesituasjon, ledelse og regulatoriske begrensinger. En viktig del av selskapets strategi er å frembringe verdier for eierne. Selskapets strategi er deres plan for å skape og bevare konkurransemessige fordeler, slik at selskapet har livets rett.

Steg nummer to er å analysere informasjon. Informasjon kommer i mange former og fra ulike kilder. En stor del av informasjonen er basert på kvantitative fakta fra finansregnskapet som omsetning, kontantstrøm og inntjening, men det kan også være kvalitativ informasjon som konkurransefortrinn, teknologiske utvikling, trender i samfunnet og egenskaper hos ledelsen. Det er viktig å skille mellom relevant og irrelevant informasjon, og finansregnskapet er et grunnleggende for å lage valide prognoser.

Det tredje steget er å utvikle prognoser, og er delt inn i to ulike deler. Først må en spesifisere hvordan avkastningen måles, og deretter prognostisere denne avkastningen. Steg nummer fire innebærer å omdanne prognosene til en verdivurdering. Siden avkastningen er basert på fremtidige prognoser, liker investorer å omdanne denne til en nåverdi, og derfor må en diskontere denne inntjeningen for å finne verdien i dag. Her vil jeg bruke en diskonteringsrente som består av et avkastningskrav. Det siste steget i analysen er en investeringsavgjørelse, som er et grunnlag for handling basert på verdsettelsen. Dette vil resultere i en kjøp-, hold- eller selg-anbefaling (Penman, 2013, s. 85).

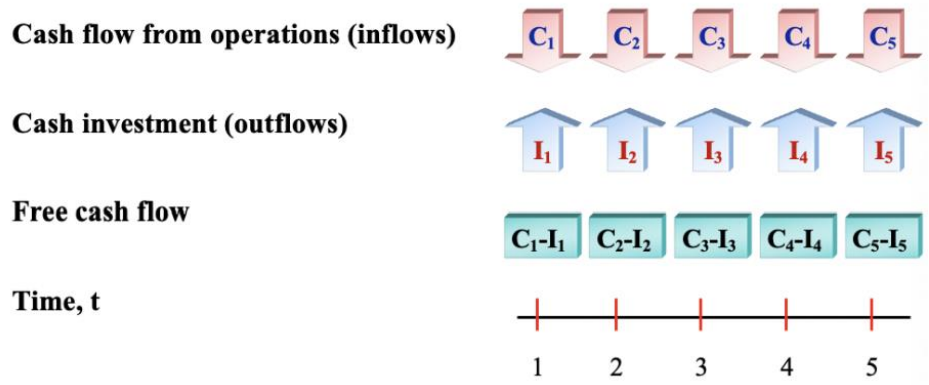
Finansregnskapet vil være hovedkilden til informasjonstilgangen i analysedelen. Finansregnskapet har to hovedformål: det skal vise hvordan selskapets midler har blitt brukt i tillegg til å redegjøre for selskapets status. Finansregnskapet består av tre forskjellige deler: resultatregnskapet, kontantstrømoppstilling og balansen. Disse viser hvordan selskapet produserer inntjening og kontantstrøm. Resultatregnskapet rapporterer salg, kostnader ved produksjon og andre kostnader som er nødvendig for å selge varene. Kontantstrømoppstillingen fremstiller opphavet til kontantstrømmene. Balanseregnskapet viser de eiendelene som er brukt til å skape inntjening og kontantstrømmer. Ved å få en forståelse av hvordan selskapet frembringer verdi, vil det være et godt grunnlag for å danne et fremtidsregnskap som er grunnlaget i en verdivurdering. En analytiker analyserer selskapets finansregnskap for å lære mer om selskapet, for å kunne utarbeide mer presise prognoser på hva som vil skje i fremtiden.

Penman sin 5 stegs prosess, er et verktøy for å forstå selskapet og dets strategi. Med den forståelsen, er modellen brukt til å omdanne kunnskap om selskapet til en verdivurdering av selskapet. Det er forskjellige modeller som kan benyttes for å finne nåverdien av fremtidig inntjening og alle skal i teorien gi samme verdi. Jeg skal fokusere på tre ulike modeller, som er basert på prognostisering av fremtidsregnskapet:

- Ned-diskontering av fri kontantrømmer *(Discounted free Cashflow)*
- Superprofitt modellen *(Residual earnings model)*
- Superprofittvekst modellen *(Abnormal earnings growth model)*

4.1.2 Ned-diskontering av fri kontantstrømmer

En kan beregne verdien av selskapet ved å prognostisere kontantstrømmene som strømmer fra selskapets investering og operasjonelle aktiviteter, og ved å trekke fra verdien som kreditorene har krav på, beregnes verdien av egenkapitalen. Penman ser på et selskap som et sett av ulike prosjekter, og for å beregne verdien av selskapet, ned-diskonteres fremtidige kontantstrømmene til en nåverdi fra alle prosjekter. Alle kontantstrømmene blir referert som operasjonelle kontantstrømmer. Selskaper som har livets rett, investerer jevnt i nye prosjekter ved at eldre prosjekter termineres. Disse investeringene fører til at kapital strømmer ut av selskapet, også kalt investeringskostnader. Modellen krever derfor ut utarbeidelse av fremtidige kontantstrømmer. Figuren nedfor viser hvordan den fire kontantstrømmen beregnes.



Figur 11: Fri--kontantstrøm (Penman, 2013, s. 115)

C (i figur nr. 11) er kontantstrømmer som kommer fra selskapets driftsrelaterte aktiviteter, dette er alle aktiviteter som forbindes med salg og produksjon av selskapets varer.
I er kontantstrømmer som strømmer ut på bakgrunn av selskapets investeringer som kreves for at de operasjonelle aktivitetene. Investeringer som selskaper foretar seg, krever et

kapitalutlegg som går ut av organisasjonen. For å beregne fri kontantstrøm tar man C – I. For deretter å neddiskontere fremtidige fri kontantstrømmer til dagens verdi, med en diskonteringsrente. Dette gjøres for å innarbeide tidsverdien av penger. Diskonteringsfaktoren er beregnet fra risikoen knyttet til å investere i et selskap, i tillegg til en risikofri rente. Den risiko frie renten vil typisk være en tiårig statsobligasjon. Når vi bruker denne modellen, ser vi bort i fra finansieringsaktiviteter, på grunn av dette tilfører aksjonærer ingen verdi. Gjeldsfinansiering er transaksjoner som er målt til virkelig verdi i selskapenes regnskap. Jeg vil diskutere denne påstanden nærmere i kapittel 6.

Kontantstrømmer fra driften er verdi som strømmer inn til selskapet fra å selge deres produkter, men blir redusert fra selskapets investeringer. Dersom selskapet investerer mer kapital inn i operasjonelle aktiviteter enn de klarer å generere, vil selskapet ha en negativ kontantstrøm. Investeringer er behandlet som «dårlig» isteden for noe som er «bra», selv om investeringene har en positiv avkastning. Avkastningen fra investeringene vil dukke opp senere i kontantstrømmer fra driften, derfor kreves det en lengre prognoseperiode desto mer et selskap investerer for å fange opp denne avkastningen. Dette er typisk for vekstselskaper som har negativ fri kontantstrøm i dag hvor de investerer mye for fremtidig avkastning. De vil derfor ha innarbeidet seg en sterk vekstfaktor i verdsettelsen (Penman, 2013, s. 118).

4.1.3 Superprofitt modellen

Fundamental analyse forankrer sin verdivurdering på finansregnskapet og selskapets bokførte verdier gir modellen et forankringspunkt. Investoren forankrer sin verdsettelse på verdiene oppført på selskapets balanse, og fortsetter deretter med å vurdere verdier som ikke kjent, meravkastningen. Superprofitt er meravkastningen et prosjekt gir, eller selskap genererer som overgår avkastningskravet. Fordeler ved denne modellen, er at den fokuserer på verdidrivere hos selskapet. Modellen inkluderer også verdier som tidligere har blitt oppført på selskapets balanse. Modellen har også noen ulemper, ved at den krever en forståelse av hvordan periodisering av regnskapet fungerer, samtidig som den bygger på regnskapstall, som kan være mistenkelige (Penman, 2013, s. 161).

4.1.4 Superprofittsvekst modellen

Denne modellen har mye til felles som superprofittmodellen, men i stedet for å bruke bokførte verdier som sitt forankringspunkt, bruker superprofittsvekstmodellen inntjeningen til selskapet som sitt anker. Inntjeningen av en eiendel kommer fra to kilder: inntjening opptjent av en eiendel og inntjening opptjent fra å reinvestere utbytte i en annen aktiva. Den totale inntjeningen fra begge kilder er referert som *cum-dividend earnings.* Superprofitt er inntjening (med reinvestert utbytte) som overskrider inntjeningsvekst som vokser med avkastningskravet (Penman, 2013, s. 187)

4.2 Vekst

Å prognostisere vekstraten til et selskap, er en av de mest usikre delene i en verdsettelse. Ved å estimere vekst i omsetningen vil ikke gi et korrekt argument for høyere verdsettelse, på grunn av et selskap kan øke omsetningen uten å legge til verdi. Derimot er vekst i superprofitt og superprofittvekst relevante parametere. Evnen et selskap har til å skape vekst i disse to komponentene, vil synliggjøre om et selskap har bærekraftige konkurransemessige fortrinn (Penman, 2013, s. 392).

Som tidligere nevnt er superprofitt forskjellen mellom resultatet og avkastningskravet på bokførte verdier i år *t.*

$$Superprofitt_t = Resultat_t - [(p_e - 1) \times egenkapital_{t-1}]$$

Hvor $(p_e - 1)$ er avkastningskravet for egenkapitalen. Investorer investerer i selskaper og den bokførte egenkapitalen, selskapets netto eiendeler måler denne investeringen. Selskapet bruker deres netto eiendeler i drift for å tilføre verdi for aksjonærene. Superprofitt måler verdien som blir tilført bokførte verdier over den som kreves for å dekke avkastningskravet.

Videre vil superprofitt-modellen gi denne formelen, for å verdsette egenkapitalen til et selskap:

$$V_0^E = EK_0 + nåverdi\ av\ fremtidig\ superprofitt$$

$$V_0^E = EK_0 + \frac{SP_1}{p_e} + \frac{SP_2}{p_e^2} + \frac{SP_3}{p_e^3} + \ldots$$

Hvor:

EK = Bokført egenkapital

SP = Superprofitt

P_e = Avkastningskrav til egenkapital

Dersom eiendelene er forventet å generere en avkastning lik avkastningskravet, vil det innebære at prognostisert superprofitt vil være lik 0 og eiendelen vil være lik balanseverdien. De eiendelene i balansen som er målt til markedsverdien hvor markedsverdien er lik virkelig verdi, vet vi at superprofitt vil være lik null. Superprofitt må derfor komme fra eiendeler i balansen som ikke er målt til virkelig verdi (Penman, 2013, s.438). Dette kan uttrykkes med denne formelen:

$$V_0^E =$$

$$EK_0 +$$

$$\textit{Nåverdi av fremtidig superprofitt fra netto driftsrelaterte eiendler ikke målt til virkelig verdi}$$

I prinsippet, kunne man ha analysert hver balanseført post individuelt ved å ta bokført verdi og legge til nåverdien av fremtidig superprofitt som er relatert til posten. I praksis vil ikke dette være mulig på grunn av vi ikke har tilgjengelig informasjon som gjelder inntjeningspotensial som hver enkel balanseført post kan skape. Denne informasjonen vil være umulig å tilegne seg, fordi selskapet benytter eiendelene sammen for å skape inntjening (Penman, 2013, s.438). Vi har derimot tilgjengelig informasjon som vi kan benytte til å beregne superprofitt vekst.

Inntjeningskomponent	Balanseført verdi komponent	Superprofitt
Driftsrelatert resultat (DR)	Netto driftsrelaterte eiendeler (NDE)	$DR_t – (p_f – 1)$ x NDE_{t-1} (SpDR)
Netto finanskostnader (NFK)	Netto finansiell gjeld (NFG)	NFE_t - $(p_d – 1)$ x NFG_{t-1} (SpNFG)
Resultat	Bokført egenkapital (BK)	$CSE_1 – (p_e – 1)$ x BK_{t-1} (SP)

Vi vil senere beregne disse ulike tallene for SalMar som vi trenger å anvende i formlene til superprofitt. I tabellen over, har vi delt opp superprofitt relatert til driften av selskapet, og til finansieringen av selskapet. Det er viktig å benytte ulike avkastningskrav i de ulike beregningene.

Beregning av superprofitt skapt fra finansieringsaktiviteter, vil være lik null. Vi holder på antagelsen om at gjelenden som er balanseført i regnskapet er lik virkelig verdi. Dette betyr at det ikke er behov for å verdsette SalMar sine forpliktelser, jeg antar at verdien er lik bokførte verdier. Denne verdien har jeg beregnet i den omgrupperte balansen. Den samme antagelsen kan vi ikke legge til grunn for driftsrelaterte eiendeler. Disse eiendelene vil ikke være målt til sin virkelige verdi i balansen. Det vil derfor være nødvendig å utføre en fullstendig verdsettelse med denne formelen:

$$V_0^{NDE} = NDE_0 + \frac{SpDR_1}{p_f} + \frac{SpDR_2}{p_f^2} + \frac{SpDR_3}{p_f^3} + \frac{SpDR_t}{p_f^t} + \frac{CV_t}{p_f^t}$$

Hvor:

$$CV_t = \frac{SpDR_{t+1}}{p_f - g}$$

NDE = Netto driftsrelaterte eiendeler

SpDR = Superprofitt driftsrelatert resultat

P_f = Avkastningskrav til totalkapitalen

CV = Continuing value

G = Vekstrate

Superprofittvekst er forskjellene mellom reinvestert utbytte og et krav for tidligere års profitt som vokser med et avkastningskrav.

$$Superprofittvekst_t = [Resultat_t + (p_e - 1)\, d_{t-1}] - p_e\, Resultat_{t-1}$$

Hvor (d_{t-1}) er netto utbetalt utbytte fra året før. Et selskap tilfører verdi bare dersom de klarer å vokse resultatet i en høyere rate enn avkastningskravet. Inntjeningsvekst alene er derfor ikke nok til å vurdere veksten hos et selskap. Det vil være risiko knyttet til selskapet veksutsikter:

1. *Vekst er vanskelig å opprettholde:* dersom et selskap ikke har bærekraftige konkurransefortrinn, markedskrefter vil etter hvert erodere bort veksten.
2. *Vekst er risikabelt:* å investere i et selskap som har innbakt høye vekstanslag, er farlig. Vekst kan bli kapret av andre konkurrenter i sektoren, samtidig som at vekstselskaper er ekstra eksponert dersom det er dårlige tider i markedet. Derfor må en investor ta stilling til om han vil betale for denne veksten og om han/hun forstår driverne bak disse anslagene (Penman, 2013, s. 294).

Superprofitt vekst er lik endringen i superprofitt. Superprofitt kan vokse ved via to faktorer: egenkapitalavkastningen og nivået på egenkapitalen. Formelen for å verdsette verdien av egenkapitalen med superprofittvekst modellen er:

$$V_0^e = \frac{1}{p_e - 1}\left[resultat_1 + \frac{SPV_2}{p_e} + \frac{SPV_3}{p_e^3} + +\right]$$

Hvor

Superprofittvekst $_t$ (SPV) =Resultat med avkastning på reinvestert utbytte $_t$ – normalt resultat $_t$

$$= [Resultat_t + (p_e - 1)\, d_{t-1}] - p_e\, Resultat_{t-1}$$

Vi ser i den øverste formelen at man må dele på (p_e – 1), dette blir kalt for å kapitalisere. Superprofittvekst kan kun skapes fra selskapets drift, akkurat som superprofitt. Videre vil jeg justere formelen ved å fokusere på superprofittvekst i resultatet fra driften.

$$V_0^e = \frac{1}{p_f - 1}\left[driftsrelatert\ resultat_1 + \frac{SPVDR_2}{p_f} + \frac{SPVDR_3}{p_f^3} + ..\right] - NFG_0$$

Hvor

Superprofittvekst fra drift $_t$ (SPVDR) = [driftsrelatert resultat $_t$ + (p_f -1) FCF_{t-1}] - p_f driftsrelatert resultat $_{t-1}$

I denne formelen er utbyttet byttet ut med fri kontantstrøm. Som tidligere nevnt, kan kontantstrøm skrives som C – I, men det kan videre justeres til d + F. F er netto kontantstrømmer til og fra kreditorer og d er utbytte (dividend). I denne sammenhengen er d utbytte som tilfaller aksjonærer, mens F kan betraktes som «utbytte» fra finansieringsaktiviteter til fordringshavere. Men utbytte fra driftsrelaterte aktiviteter til finansielle aktiviteter er fri kontantstrøm, og vi får: C – I = d + F (Penman, 2013, s.443).

Inntjeningskomponent	Superprofittvekst
Driftsrelatert resultat (DR)	[DR_t + (p_f -1) FCF_{t-1}] - p_f DR_{t-1}
Resultat	[$Resultat_t$ + (pe -1) d_{t-1}] - $p_e Resultat_{t-1}$

Antagelsen om at selskapets gjeld er bokført til virkelig verdi, og skaper dermed ingen superprofittvekst fortsetter å holde i denne modellen.

4.3 Multiplikatormodellen

Som et supplement til fundamental analyse og sensitivitetsanalysen, vil jeg benytte meg av multiplikatormodellen. Å utføre en verdsettelse basert på fundamental analyse, krever mye ressurser, tid og informasjon for å utarbeide presise prognoser. Multiplikatormodellen anses som en kostnadseffektiv modell som bruker minimalt med informasjon (Penman, 2013, s. 76). Modellen bruker aksjeprisen som et forholdstall mellom finansielle nøkkeltall fra finansregnskapet. Multipler som P/E (price- to earnings), P/B (price- to book) og P/S (price- to sales) er eksempler på kjente forholdstall som blir brukt i modellen. Jeg vil bruke disse multiplikatorene for bransjeutvalget som vil utgjøre et bransjegjennomsnitt, som deretter vil resultere i et verdiestimat av SalMars egenkapital. Fordelen med å bruke multiplikatorer i verdsettelsesanalysen er at den gir analytikeren verdifull informasjon om selskapets status, samtidig vil modellen være et effektivt og lett verktøy (CorporateFianceInstitute, 2021).

Modellen har også noen ulemper ved at selskaper er forskjellig og har ulike strategier. Å bruke en bransjegjennomsnitt overser det faktum at selskaper, selv i samme sektor, kan ha forskjellig forventede vekstrater, lønnsomhet og kapitalstruktur (Goedhart, Koller & Wessels, 2005)

Det finnes to ulike teknikker under multiplikatormodellen: komparativ verdsettelse og multippel screening. Jeg velger å fokusere på komparativ verdsettelse og vil følge Penman (2013) sin prosess. Komparativ verdsettelse har tre steg som inneholder:

Steg 1: Indentifisere sammenlignbare selskap
Steg 2: Identifisere måleenhet
Steg 3: Anvendelse av multippel

Steg 1 er å identifisere selskaper som sammenlikningsgrunnlag som danner et bransjegjennomsnitt. Det er viktig å velge relevante selskaper som har like karakteristika med selskapet som skal vurderes. Her vil jeg bruke bransjeutvalget som jeg har brukt gjennom hele avhandlingen.

Steg 2 er å identifisere måleenhet som er relevante for bransjen selskapene opererer i. Som tidligere nevnt vil jeg undersøke multiplene: P/E, P/B og P/S.

Steg 3 er å bruke multiplene til å danne et verdiestimat av SalMar. Jeg vil senere drøfte estimatet og sammenlikne mot verdsettelsen fra den fundamentale analysen

4.3.Oppsummering

Det finnes flere ulike verdsettelsesmodeller som for eksempel: opsjonsbasertverdivurdering, utbyttemodellen og eiendelbasert verdivurdering. Hovedformålet til denne verdsettelsesoppgaven er å gi et best mulig korrekt verdiestimat på egenkapitalen til SalMar AS. Selskapet ble notert på Oslo Børs sin hovedliste i 2007, og informasjonstilgangen synes derfor å være god da børsnoterte selskap er pålagt til å rapportere etter regnskapsstandarden IFRS. For å underbygge verdiestimatet vil jeg supplere med sensitivitetsanalyse og multiplikatormodellen, men hovedfokuset vil ligge på fundamental analysen.
Det vil være noe utfordringer knyttet til tidsbruken, da denne analysen foregår over en periode på fire måneder. Innen denne oppgaven er ferdig, kan selskapet ha kommet med ny informasjon som kan føre til at oppgaven mister noe av sin relevans.

Kapittel 5 Strategisk analyse

I dette kapitlet vil jeg starte på det første steget i Penman sin fem prosessmodell som er å utføre en strategisk analyse av selskapet. En strategisk analyse undersøker både interne og eksterne forhold som påvirker virksomheten. Strategi kan defineres som den langsiktige retningen som en organisasjon tar (Johnson et al., 2017, s. 4). Porter hevder at strategi handler om å skille seg ut fra sine konkurrenter med sine forretningsaktiviteter, med en intensjon om å levere et sett unike verdier (Porter, 1996, s. 60). Målet med denne analysen er å få en forståelse over markedssituasjonen som påvirker SalMar og oppdrettssektoren. Jeg vil også undersøke om selskapet har bærekraftige konkurransefortrinn ovenfor sine konkurrenter, som er vesentlig for at et selskap kan skape verdi. Innovative strategier er adoptert for «å få et forsprang i konkurransen», og det er analytikeren sin jobb for å identifisere selskapenes strategier og gi svar på om selskapet har vedvarende konkurransefordeler (Penman, 2013, s.17).

Den strategiske analysen er delt inn i ulike deler, hvor i den første delen inneholder en analyse av makro-omgivelser. Deretter vil fokuset bli rettet mot oppdrettssektoren ved bruk av Porters fem konkurransekrefter. Deretter vil jeg analysere SalMar sine interne ressurser ved bruk av VRIO-analyse. Makro- og sektoranalysen er en ekstern analyse som avdekker muligheter og trusler som påvirker SalMar, og som de har liten eller ingen muligheter til å påvirke. Til slutt vil jeg oppsummere den strategiske analysen med å implementere alle resultatene inn i en SWOT-analyse.

5.1 PESTEL- analyse

Ved å analysere makro-omgivelsene et selskap opererer innen, tilegner man seg kunnskap om faktorer som påvirker bedriften, og svært liten grad har muligheter til å endre. Endringer i makroforhold kan ofte ansees som store, komplekse og upredikerbare. Resultatet av dette, kan føre til at aktørene i en bransje ikke klarer å unngå trusler eller gripe mulighetene endringene medfører. Ved å benytte ulike analyseverktøy, kan selskaper håndtere endringer i makroforhold. Målet med disse verktøyene er å minimere trusler og samtidig utnytte de mulighetene som kommer (Johnsen et al., 2017, s. 34). PESTEL er en analysemetode som analyserer ulike makroforhold som påvirker en organisasjon med seks nøkkelfaktorer som er av betydning for selskapets virksomhet. Disse er politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, miljømessige og legale forhold. Dermed vil analysen inneholde både økonomiske og ikke-økonomiske aspekter, som potensielt kan påvirke organisasjoner i en bransje. De økonomiske forholdene inneholder hendelser i omgivelsene som påvirker organisasjonen økonomisk, som for eksempel kunder, leverandører, innovasjoner og konkurrenter. De ikke-økonomiske aspektene omfatter hovedsakelig sosiale, politiske og miljømessige faktorer. I et ikke-økonomisk område, har organisasjoner behov for å bygge opp omdømme, kontakter og legitimitet (Johnsen et al., 2017, s. 35). PESTEL-rammeverket vil være et godt verktøy for å danne et helhetlig bilde av de makro-forholdene som påvirker bransjen. For organisasjoner som opptrer i samme bransje, vil en PESTEL-analyse være svært lik, og er derfor ikke en selskapsspesifikk analyse.

5.1.1 Politiske forhold

Politiske faktorer omfatter nasjonale forhold som har stor betydning for alle aktører i en bransje. I Norge så er det nærings- og fiskeridepartementet som står for utøvelse av lover og regler som aktørene må å innrette seg etter. Departementet sine mål er å fremme norsk næringsliv og handel, samtidig bidra til en bærekraftig forvaltning av fiskeri- og

havbruksnæringen (Regjeringen, 2017). Det er viktig for oppdrettsselskapene at de politiske rammeverkene er oversiktlige, som sørger for å stabile og forutsigbare forhold.

Norge eksporterer ca. rundt 90 % av all oppdrettsfisk som blir produsert, hvor Europa er hovedmarkedet med nesten 60 %. EØS-avtalen og andre bilaterale avtaler sørger for tollfri handel med EU for de fleste hvitfiskprodukter og tollnedsettelser på andre ulike produkter. Protokoll 9 gir derimot ikke tollnedsettelse på laks. Her opprettholder EU importtoll, som typisk øker med bearbeidingsgraden på produktet, hvor fersk laks har en tollsats på 2 prosent (Regjeringen, 2018). Fokus på markedsadgang og reduksjon av tollsatser har vært en viktig sak for aktørene i sektoren, uten å ha lyktes. Toll er betegnet som en skattlegging av en vare eller tjeneste som importeres til et land. Det er to hovedfaktorer som er gjeldene for toll: staten får inntekt gjennom toll på importvarer, og økt pris på produktet med toll, beskytter innenlands produksjon av samme produkt. Dette sørger for at innlandsproduktet blir mer konkurransedyktig (Meyer, 2019).

Med et eksportrettet marked, vil sektoren være eksponert mot risiko knyttet til politiske handelskonflikter. I perioden 1990 til 1991 opplevde sektoren et drastisk fall i eksportvolumet av laks til USA fra 9 300 tonn til 800 tonn. Dette var på grunn av USA anklaget Norge for dumping av lakseprisene og dermed innførte en straffetoll på 26 prosent på norsk laks (laksefakta, 2019). Den gang stod USA-markedet for rundt en tredjedel av eksportmarkedet og selskapene måtte gjøre drastiske omveltninger. Løsningen ble å fryse ned all overskuddsfisken og våren 1991 lå nær 90 000 tonn laks på fryselager, tilsvarende nesten 40 prosent av verdensproduksjonen (Berge, 2014). Straffetollene på laks til USA ble fjernet først i januar 2012.

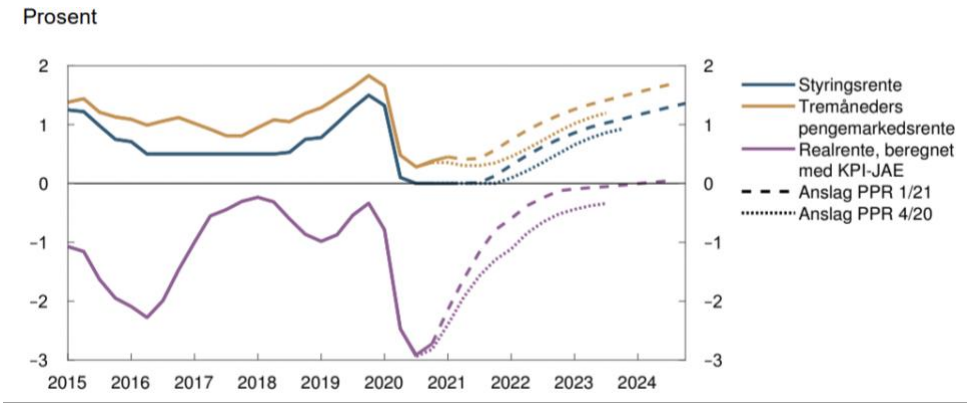
Bransjen har også opplevd politiske handelskonflikter i nyere tid. I 2010 ble den kinesiske dissidenten Liu Xiaobo tildelt Nobels Fredspris som førte til at forholdet mellom Norge og Kina opplevde brister. Fra 2010 til 2011 fikk sektoren en nedgang i eksporten på rundt 55 prosent (Normann, 2012). Dette førte til at norske selskaper økte eksporten til land som Vietnam og land nær kina. Det var ikke før i 2017 Kina fjernet handelshindringene for norsk laks, men opprettholdt et importforbud mot laks slaktet i Trøndelag, Nordland og Troms. Dette skyldes fordi fylkene var rammet av laksesykdommen ILA. I løpet av de siste årene har den diplomatiske kommunikasjonen tatt seg opp og alle restriksjonene ble opphevet i juli 2018 (Kvale, 2018).

Hendelser som dette illustrer hvordan uforutsette politiske hendelser kan ha en direkte påvirkning på selskapene i en eksportrettet næring. Selv om den norske oppdrettsnæringen har vist seg å være svært tilpasningsdyktig ved at den kan skifte ett marked og etablere seg i ett nytt, er det viktig at politikerne i Norge jobber med sin utenrikspolitikk for å ivareta nærings interesser.

5.1.2 Økonomiske forhold

De makroøkonomiske omgivelsene blir påvirket av endringer i makro-faktorer som valutaendringer, renter og økonomisk utvikling rundt om i verden. Det er viktig for organisasjonen å forstå hvordan endringer i økonomien som helhet påvirker bransjen de opererer i. Det finnes mange offentlige institusjoner som prognostiserer den økonomiske utviklingen, som kan være til hjelp når organisasjonen skal ta langsiktige beslutninger (Johnson et al., 2017).

Oppdrettsnæringen er en kapitalintensiv næring og blir påvirket av hvordan pengepolitikken Norges Bank fører. Norges Bank pengepolitikk har som mål om å opprettholde en stabil pengeverdi gjennom lav og stabil inflasjon. Det operative målet for pengepolitikken skal være en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2 prosent, og et av verktøyene banken bruker er fastsettelse av styringsrenten (Norges Bank, 2021). For å møte på det kraftige tilbakeslaget norsk økonomi koronapandemien medførte, satte Norges Bank styringsrenter til rekordlave null prosent. For å dempe tilbakeslaget og redusere faren for langvarige økonomiske konsekvenser, er lave renter et verktøy banken kan benytte.



Figur 12: Norges Bank rentebane. (Norges Bank, pengepolitisk rapport 2021, s. 41)

I mars 2021 la Norges Bank frem pengepolitikk rapport, som er en rapport om den generelle økonomien i Norge. Rapporten inneholder Bankens rentebane, som vist i figuren over, hvor banken indikerer at styringsrenten vil bli satt opp frem i tid. Dette vil påvirke selskaper ved at de får økte kapitalkostnader, og redusere lønnsomheten. I tillegg vil avkastningskravet til investorer øke som følge av renteoppgaven. Derfor har renteutvikling i makroomgivelsene stor betydning for oppdrettsnæringen.

Rundt 90 % av all fisk blir eksportert til over 140 forskjellige land rundt om i verden. Med en så stor andel som er eksportrettet, har valutakursutviklingen en stor betydning for sektoren. Det aller meste av selskapenes produkter selges hovedsakelig med oppgjør i internasjonal valuta. Utviklingen i valutakursen innebærer derfor både en direkte og indirekte økonomisk risiko. Dersom den norske kronen skulle appresierer mot en utenlandsk handelsvaluta, blir det dyrere å importere norske produkter og etterspørselen etter fisk kan føre til en reduksjon. Skulle derimot kronekursen depresiere, vil oppdretterne oppnå høyere priser og norsk import blir mer attraktiv (NOU, 2003). Over en lengre periode, har den norske kronen svekket seg mot utenlandske valutaer som euro, dollar og pund. Dette har bidratt til at sektoren har opplevd høyere inntekter på eksport av fisk. Hvordan utviklingen av kronekursen vil ha i fremtiden er midlertidig vanskelig å spå og vil være en risiko for aktørene i sektoren. En måte å redusere denne usikkerheten på er å benytte seg av valutaterminkontrakter.

Som tidligere nevnt er aktørene spesielt eksponert mot lakseprisen og den utvikling. Med den lange produksjonstiden på fisken samtidig en kort holdbarhet, er med på å øke volatiliteten på lakseprisen. Jeg velger ikke å gå noe nærmere på denne faktoren, da jeg har drøftet dette tidligere.

5.1.3 Sosiale forhold

Det sosiale elementet i en makroanalyse omfatter utviklingen og trender hos befolkningen. Endringer i sosiale faktorer kan gi både medvind og motvind til aktører i en sektor, særlig gjennom etterspørselsendringer. Et eksempel kan være økt fokus på miljø og selskapsstyring, som vil være et krav konsumentene stiller til ulike bransjer.

Gjennom de siste århundrene har verdens befolkning vokst kraftig. Veksten var på sitt høyeste på 1960- og 1970 tallet, og siden den gang har vekstraten blitt redusert. I 2020 er det rundt 7,7 milliarder mennesker i verden. Med en økende befolkning, er behovet for mat også økende

(FN, 2021). I 2019 led ca. 690 millioner mennesker av sult som utgjøre 8,9% av verdens befolkning, og et av FNs bærekrafts mål er å utrydde sult innen 2030 (FN, 2021). Jorden består av 70 % hav, men kun 3 % av maten som blir konsumert kommer fra havet. Derfor vil det være rasjonelt å anta at en stor del av matbehovet vil bli dekket av vekst i oppdrettsnæringen (SalMar, 2021). Dette vil potensielt frembringe gode vekstimpulser for aktørene i oppdrettssektoren.

Fiskeetterspørselen drar også nytte av et økende fokus på sunt og balansert kosthold. Administrerende direktør i Norges sjømatsråd sier: «norsk sjømatnæring leverer gode produkter som treffer trendene i samfunnet. Forbrukerne verden over ønsker sunn, bærekraftig mat med god smak, og det svarer norsk sjømat ut på en veldig god måte» (Hatlem, 2020). Fisk blir ansett som sunn og næringsrik mat som kan gi en rekke helsefordeler. Laks inneholder omega 3- fettsyrer, jod og er også en god kilde til protein, vitamin D vitamin B12 og selen (Regjeringen, 2016). Med et økt fokus på helse blant befolkningen, medfører økt konsum av laks reduksjon av risiko for hjerte- og karsykdommer.

Hvor mye utslipp av CO_2-utslipp som går med for å produsere ulike type matvarer, viser undersøkelser at gris, storfe og svinekjøtt har betydelig høyere utslipp enn produksjon av laks (Amundsen, 2017). Dette har ført til en debatt i det offentlige klimaet, hvor det er mange aktører som argumenterer for å redusere forbruk av kjøtt, og øke konsumet av fisk og grønnsaker. En aktivitet for å nå klimamålene som er satt i Parisavtalen, kan derfor være å justere på kostholdet for å redusere CO_2-utslipp. Utslippene som er knyttet til matproduksjon utgjør rundt 25 % av de globale klimautslippene (Van Oort & Holmelien, 2019).

5.1.4 Teknologiske forhold

Det teknologiske aspektet som påvirker bransjen, er i kontinuerlig utvikling. Alt fra nye teknologiske innovasjoner som landbaserte anlegg til offshore anlegg i åpent hav. På grunn av konkurransesituasjonen sektoren har, er det et stadig økende press på aktørene for å optimalisere driften. Det forskes på hvordan optimalisere fôrutnyttelsen, redusere utslipp til miljøet, motstandskraft mot sykdom og lus. Norge er og har vært verdensledende på fiskeoppdrett på grunn av sitt optimale klima for å utøve virksomheten, men det er ikke gitt at de alltid vil være det. Dersom utenlandske aktører lykkes å oppnå bærekraftig oppdrett ved bruk av landbaserte anlegg, kan norske oppdrettere oppleve økt konkurranse og reduksjon av

markedsandeler. Ved å sette opp landbaserte anlegg nær konsumentene, oppnås det betydelig reduserte fraktkostnader, samtidig et ferskere produkt.

5.1.5 Miljømessige forhold

Det miljømessige aspektet i makroforholdene, retter seg direkte inn mot «grønne» miljøkonsekvenser som forurensning, avfall og klimahåndtering. Miljøreguleringer kan påføre organisasjoner ekstra kostnader, men kan også medføre nye muligheter for forretningsmodeller (Johnson et al., 2017).

Lakselus er et stort problem for sektoren som skaper utfordringer på oppdrettsfisken og på villfisk. Lus skader laksefisk ved å spise av slim, skinn og blod, noe som gir dårlig fiskevelferd og åpner for andre infeksjoner fra bakterier og sopp. Lakselus har vært et økende problem for oppdretterne i de siste årene og som fører til økte utgifter på flere milliarder kroner (Mikkelsen, 2017). Myndighetene har satt et krav på 0,5 voksne hunnlus per laks. For å holde lusemengden under dette nivået, har oppdretterne tatt i bruk ulike verktøy som for eksempel rensefisk, som spiser lus, samt ulike legemidler. Utfordringen de siste årene er at lakselusen blir mer og mer motstandsdyktig mot legemidlene (SINTEF, 2015).

Oppdrettsnæringen fører også med seg store utslipp som blir direkte sluppet ut i sjøen. En rapport fra Norges Miljøvernforbund (2010) påpeker at fôrutslipp og fiskeskitt som går rett ut i sjøen fra de åpne oppdrettsanlegg, har store miljøkonsekvenser. Avfallet blir spist av villfisk som kan forårsake misdannelse og død. Det har også ført til færre dyr og planter i sjøen, med påfølgende tap av fiske, friluftsliv og turisme (Norges miljøvernforbund, 2010, s. 10).

Aktørene i bransjen har også problem med rømming av fisk. Dette er en trussel mot miljøet på grunn av rømt oppdrettsfisk som gyter med villaksen kan påvirke genmateriale til villaksen og dermed gjøre den mindre robust. Avkommet til oppdrettslaks har dårligere overlevelsesevne enn villaksen og redusert smoltproduksjon. Med redusert smoltproduksjon og redusert overlevelsesevne i havet, fører det til redusert mengde gytefisk (Havforskningsinstituttet, 2019). Hver laks som rømmer vil også føre til økonomisk tap for næringen og påvirker næringens omdømme og rammebetingelser.

5.1.6 Legale forhold

Det siste punktet i en PESTEL-analyse, undersøker de legale forholdene i omgivelsene. Dette aspektet omfatter forskjellige typer lover og regler selskapene må forholde seg til. I tillegg til å tilpasse seg etter de formelle reguleringene, er også de uformelle reglene viktige. De uformelle reglene henvender seg til forventet atferd og normer i en sektor (Johnsen et al. 2017, s. 46). Det er også viktig at aktørene er bevisst å følge med på nasjonale så vel som internasjonale regulatoriske endringer, på grunn av den økte globaliseringen vi opplever i verden rundt.

Havbruk er en strengt regulert næring hvor alle aktørene må innrette seg etter akvakulturloven. For å drive fiskeoppdrett i Norge, må man ha en konsesjon (tillatelse) fra fiskeridepartementet. Denne tillatelse gir innehaveren et særskilt gode til å drive en eksklusiv drift på allmennhetens areal, mot at vilkårene som myndighetene har satt for driften overholdes og at oppdretterne bidrar til verdiskapning både lokalt og nasjonalt (Fiskeridirektoratet, 2017). Tildelingen av konsesjoner av kommersielle matfisktillatelser er antallbegrenset, noe som innebærer at de tildeles når departementet bestemmer det. For å kontrollere veksten og ta hensyn til miljø og markedet, har derfor departementet innført disse begrensningene i konsesjonsutdelinger.

Fra perioden 2005 har sektoren vært preget av store endringer både med hensyn til reguleringer, teknologi og biologisk mangfold. I 2005 ble det innført en ny regulering, maksimalt tillatt biomasse (MTB) som produksjonsregulering, som erstattet for fôrkvoter som reguleringsverktøy. Dette gav i praksis næringen en betydelig utvidet kapasitet som førte til endring i måten selskapene organiserte driften på. MTB-systemet innebærer at innehaver av konsesjonen ikke kan på noe tidspunkt ha en stående biomasse, som oversiger et tillatt MTB på selskapsnivå. Normal størrelse på en tillatelse er på 780 tonn, med unntak av i Troms og Finnmark hvor størrelsen er på 945 tonn (Fiskeridirektoratet, 2017).

I 2006 tiltrådde dagens akvakulturlov, som lovfester rett til overføring av tillatelser, samt åpnet for pantsettelse av tillatelser. Loven har senere blitt justert, men de sentrale prinsippene i loven har ligget fest (Finansdepartementet, 2019). Akvakulturloven har som formål å fremme akvakulturnæringens lønnsomhet og konkurransekraft innenfor rammene av en bærekraftig utvikling, og skal bidra til verdiskapning på kysten (Akvakulturloven, 2005, §1-1).

I 2017 introduserte myndighetene trafikklyssystemet for oppdrettssektoren. Dette systemet har som mål om å sørge for forutsigbarhet og bærekraftig vekts i havbruksnæringen. Områder blir delt inn i grønt, gult og rødt lys hvor fargen settes ut fra hvordan lakselus påvirker villaksen i området. Fargen på lyset avgjør om oppretterne i området får lov til å vokse, eller om de for produksjonskapasiteten sin redusert. Norge er delt inn i 13 ulike områder, hvorav 9 av områdene har grønt lys, 2 områder med gult og 2 produksjonsområder med rødt nivå (Regjeringen, 2020).

I tillegg til akvakulturloven må norsk oppdrettsnøring følge dyrevelferdsloven. Loven innebærer en rekke bestemmelser om fiskevelferd både for etablering og drift av akvakulturanlegg og for slakting av akvakulturfisk. Det er mattilsynet som har forvaltningsansvar for å sikre at fisk og andre akvatiske dyr har det godt og behandles i henhold til dyrevelferdslovens bestemmelser (Mattilsynet, 2012).

I 2018 oppnevnte regjeringen et utvalg for å undersøke ulike former for beskatning av havbruksnæringen. Utvalget ble ledet av Ulltveit- Moe, professor i Økonomi ved Universitet i Norge. Utvalget skulle undersøke hvordan skattesystemet burde utformes for å bidra til at fellesskapet får en andel av grunnrenten og hvordan skatteinntektene skulle fordeles mellom stat og kommunesektoren (Regjeringen, 2019). 4. november i 2019 leverte utvalget sin utredning, som foreslo en grunnrentebeskatning på 40 %. Dette ville medføre om lag 7 milliarder i inntekter til staten. Argumentet for at næringen skal bli påført en ekstraskatt er at selskapene får bruke fellesskapet sine ressurser til å skape verdier, som kan føre til «superprofitt». Næringer som Olje- og kraftbransjen betaler allerede denne ekstraskatten, som kalles grunnrenteskatt (Hovland, 2019). Forslaget ble avvist av et enstemmig storting i 2019, men næringen ble pålagt en produksjonsavgift som gir 500 millioner til statskassen (Lang-Ree, 2021). Med en ny regjering, kan forslaget om en grunnrenteskatt igjen bli aktuelt, og SalMar nevner dette som en risikofaktor i sin årsrapport fra 2021.

Med et større fokus på utslipp og bærekraftig økonomiske aktiviteter, fastsatte Europakommisjonen en ny taksonomi. Dette er handlingsplan fra EU for bærekraftig finans som skal tilrettelegge for bærekraftige aktiviteter. Med en økning av grønne fond, samt økt etterspørsel etter bærekraftige investeringer, har behovet for å definere grønne investeringer økt. Ved å skape et rammeverk for bærekraftig finans, kan man øke finansieringen av

bærekraftige løsninger og håndtere finansiell risiko som skyldes klimaendringene. Taksonomien har som formål å kanalisere privat kapital til prosjekter som bidrar til at Europa blir den første klimanøytrale regionen innen 2050 (NHO, 2021).

Det er ennå usikkert om hvordan dette vil påvirke oppdrettssektoren. Dersom sektoren blir klassifisert som bærekraftig må den oppfylle en rekke kriterier. Taksonomien starter fra 2022 og trer i for full kraft fra 2023 (NHO, 2021). Dersom oppdrettsnæringen blir klassifisert som bærekraftig, kan tilgangen på kapital øke, som kan redusere kapitalkostnaden og samtidig bedre lønnsomheten.

5.1.7 Oppsummering PESTEL- Analyse

PESTEL-analysen har oppklart en rekke faktorer som aktørene i bransjen må være oppmerksom på, som kan føre med seg store endringer i forretningsmiljøet. Næringen står overfor både muligheter og potensielle trusler. Blant de viktigste elementene knyttet til usikkerhetsmomenter i analysen finner vi handelsreguleringer mellom land, lovendringer, volatilitet i lakseprisen og teknologiske innovasjoner. Det er viktig at myndighetene i landet, legger til rette for et forutsigbart forretningsmiljø, slik at aktørene kan gjøre investeringer som både er verdiskapende for selskapene og i omgivelsene rundt. Med et godt samspill mellom de offentlige institusjonene og private aktørene, kan det oppnås synergieffekter og sørge for at utviklingen i oppdrettsbransjen foregår på en bærekraftig måte, som minimerer de miljømessige innvirkningene anleggene har. Klarer aktørene dette vil næringen fortsette å være den ledende tilbyderen av oppdrettsfisk i fremtiden også. Skulle det derimot oppstå et dårlig samspill, kan andre land dra nytte av dette samt dyrke frem nye innovasjoner som kan være skadelig for sektoren.

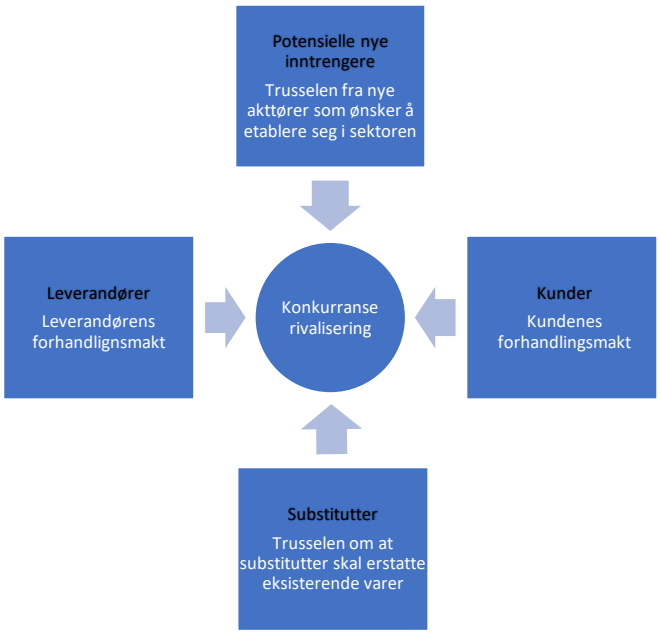
På bakgrunn av den generelle befolkningsveksten, større fokus på sunne og bærekraftige matvarer, er det mye som ligger til rette for at oppdrettsnæringen vil fortsette å vokse i fremtiden. Dersom regjeringen velger å begrense utdelingen av konsesjoner, kan dette sette et begrenset volum som aktørene kan produsere. Hvis dette skulle skje, vil sektoren ikke klare å vokse og må derfor se til andre land hvis de vil øke sin produksjon. Dersom produksjonen vil bli begrenset, men etterspørselen vil fortsette å øke vil dette resultere i økte priser, alt annet likt.

5.2 Industri analyse

Ved å analysere industrien lakseoppdretterne opptrer innen, undersøkes sentrale faktorer som kan påvirke organisasjonen langvarig overlevelse. Faktorer som kunder, konkurrenter og leverandører er fundamentale for konkurransesituasjonen i sektoren. Industri kan bli definert som en gruppe selskaper som produserer produkter eller tilbyr tjenester, som omtrent er identiske (Porter, 1980. s.5). Begrepet industri blir også beskrevet som «sektorer», og disse består av spesielle markedssegmenter. Et markedssegment er en gruppe kunder for et spesielt produkt eller en type tjeneste (Johnsen et al., 2017, s. 63). Porters fem konkurransekrefter er et verktøy som analyserer industrien, ved å undersøke essensielle industrikrefter som: konkurrenter, kunder, potensielle inntrengere, leverandører og substitutter.

Forskjellige industrier varierer i forhold til attraktivitet, målt hvor enkelt det er for deltakende selskaper å skape avkastning. En avgjørende faktor for lønnsomhet er omfanget av konkurranse og forhandlingsmakten til leverandører og kunder som varierer fra sektor til sektor. Porters fem konkurransekrefter er et rammeverk som hjelper en til å analysere industrien og identifisere attraktiviteten i forhold til fem konkurransekrefter:

1. Rivalisering mellom konkurrenter
2. Trussel fra nye inntrengere
3. Trussel for substitutter
4. Forhandlingsmakten til kunder
5. Forhandlingsmakten til leverandører



Figur 13: Porters fem konkurransekrefter

Porters hovedbudskap er at der de fem konkurransekreftene er høye og sterke, vil fremstille en sektor som lite attraktiv. Overflødig konkurranserivalisering, leverandører og kunder med mye makt samt høy trussel fra substitutter og nye inntrengere, vil skade lønnsomheten i sektoren. Ved å analysere sektoren å danne et bilde av attraktiviteten innad i industrien, bør ledelsen prøve å finne en posisjon hvor selskapet best kan forsvare seg selv mot de sterke konkurransekreftene eller hvor de kan dra nytte av mulighetene (Johnson et al., 2017, s. 65).

5.2.1 Trussel fra nye inntrengere

Hvor lett det er å etablere seg som en ny aktør i en industri, avhenger av gradene av konkurranse. Jo høyere trusler det er for nye inntrengere, desto verre er det for de etablerte aktørene i sektoren. En industri sees på som attraktiv hvis den har høye inngangsbarrierer, som gjør det vanskelig for nye konkurrenter å entre sektoren. Inngangsbarrierer kan beskrives som faktorer nye aktører må overkomme for å konkurrere innen en industri.

For å etablere seg som en aktør i oppdrettssektoren, kreves det vesentlig kapital for å komme i gang med driften. Investeringer til settefisk, smoltanlegg, båter, merder og kompetanse gjør at inngangsbarrierer blir større og større. For å få produksjonen lønnsom, er derfor stordriftsfordeler en nødvendighet. Et annet aspekt er læringskurven som bedriften opparbeider seg gjennom oppdrett av fisk. De etablerte aktørene vil ha en kostnadsfordel ovenfor potensielle nye inntrengere, på grunn av kompetansen de har opparbeidet seg for å drive mer effektivt oppdrett. Denne kompetansefordelen vil materialisere seg i redusert produksjonskostnad, inntil den nye aktøren har opparbeidet seg lik kunnskapsbase som de andre aktørene.

De fleste aktørene i oppdrettsbransjen har en helintegrert verdikjede, som gjør at de har reduserte transaksjonskostnader og øker konkurransefortrinnene i forhold til nye inntrengere. Nye aktører vil ha en redusert forhandlingsmakt overfor leverandører og kunder, i tillegg til transaksjonskostnader som avtaleforhandlinger, informasjonskostnader, og evalueringskostnader.

Som tidligere nevnt, må man en ny aktør ha konsesjon for å drive med oppdrett. Denne tillatelsen kan enten kjøpes fra en eksiterende aktør eller ved en søknad til Fiskeridirektoratet. Denne tillatelsen gir den nye aktøren en særskilt tilgang til å drive med oppdrett på vilkår satt

av myndighetene. Konsesjonene til oppdrett tildeles normalt løpende etter søknad, men kommersielle matfisktillatelser i sjøvann er antallbegrenset, noe som innebærer at de tildeles når departementet bestemmer det (Fiskeridirektoratet, 2017). Med konsesjonen følger også maksimalt tillatt biomasse, som setter en begrensning på produksjonsvolumet for hver tillatelse.

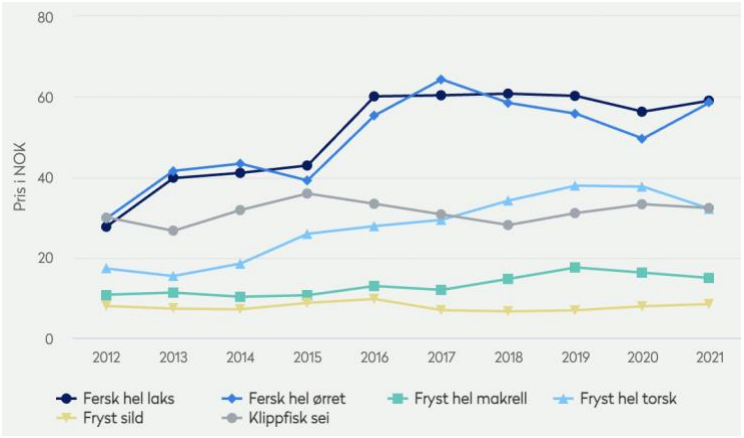
Disse faktorene fremstiller det vanskelig for nye inntrengere å få en betydelig markedsandel i oppdrettssektoren. Industrien fremstår som meget attraktiv med høy vekst og god lønnsomhet blant de etablerte aktørene, men myndighetene setter en betydelig demper på dette med konsesjonsutdelinger. Dette vil være et hinder for nye aktører, men ikke umulig med dersom aktøren har tilstrekkelig med nødvendig ressurser.

5.2.2 Trussel fra substitutter

Substitutter er produkter eller tjenester som oppfyller det samme behovet som den eksiterende industrien tilbyr, men er annerledes av natur. Etablerte aktører tenderer ofte til å rette sin oppmerksomhet mot konkurrentene i samme sektor og neglisjerer trusselen fra substitutter. Substitutter kan redusere etterspørselen for en spesiell type produkt da kunden velger det andre alternativet for å oppfylle det samme behovet. Denne mulige erstatningen, vil medføre et pristak på den industrien kan belaste konsumenten med (Johnson et al., 2017, s.66).

Trusselen fra substitutter vil øke hvis det eksiterer gode alternativer til et produkt, som gir bedre tilsvarende verdi for pengene og kunden vil ha en tilbøyelighet til å subsidiere til et alternativt produkt ved prisøkning på en vare. En måte å avdekke trusselen mot et substitutt, er å undersøke etterspørselelastisiteten til et produkt. Dette målet sier noe om hva som vil skje med etterspørselen gitt at man øker eller reduserer prisen på sin vare.

Laks er en kilde til protein, som dekker et spekter av ulike behov som sult, vitamin- og næringsstoff behov og smakbehov. Ved å se på prisutviklingen for laks mot andre substitutter innenfor fiskearter, har laksepris økt betrakting i forhold til andre fiskearter uten at tilbudet har blitt redusert.



Figur 14: Utvikling gjennomsnittspriser av viktigste arter siste 10 år (Norges sjømatsråd, 2021)

Vi kan derfor trekke rasjonelle beslutninger om at tilbudet av andre fiskearter ikke har vist seg å være en trussel som et substitutt for laks. Dersom lakseprisen blir fortsetter å stige, kan de konsumentene som konsumerer fisk på grunn av vitamin- og næringsstoffs behovet, kan fisken bli erstattet av kosttilskudd.

Allikevel er det mest naturlig å sammenlikne laksen med andre proteinkilder som kylling, svin, strofe, sau og andre fiskearter. Tall fra rapporten utgitt fra Helsedirektoratet viser at prisen på sjømat har økt mer enn prisen på kjøtt siden 1999, og sjømat har hatt vært dyrere siden 2016. Rapporten viser også at konsumet av sjømat har gått ned med 9-10 % siden 2015 hos den norske befolkningen (Helsedirektoratet, 2020, s. 24). Til tross for denne utviklingen har lakseprisen steget, noe som antyder at det er egenskaper ved laksen som er attraktivt for eksportmarkedet samt oppfyller ulike preferanser. Dette kan være en indikasjon på at laks er et proteinprodukt som inneholder en kombinasjon av smak, kvalitet og estetikk som retter seg mot «High-end» segmentet som blir anerkjent som et kvalitetsprodukt.

Med et økende fokus rettet mot bærekraft, er lakseproduksjon betydeligere mindre CO_2-intensivt enn kjøttproduksjon, som kan være en viktig pådriver for økt etterspørsel. Dette fører til at trusselen fra kjøtt som et substitutt vil bli redusert.

Laksen er en bærekraftig proteinkilde som inneholder mange viktige næringsstoffer som mennesker trenger. Det finnes mange substitutter som kan erstatte behovet, som setter begrensninger på lakseprisen. Dersom prisen blir for høy for konsumenter, vil de snu seg rundt og se etter erstatninger som oppfyller det samme behovet. Gjennom årene med stigende

priser samt økt tilbud av laks, har ikke påvirket aktørene negativt og derfor anses trusselen fra substitutter som lav til moderat

5.2.3 Kundenes forhandlingsmakt

Kundenes forhandlingsmakt kan ha stor påvirkning på selskapenes inntjening. Dersom konsumentgruppen har sterk forhandlingsmakt, kan de forlange lavere pris eller kostbare produktforbedringer. Forhandlingsmakten deres har stor sannsynlighet å være sterk under fire forhold: konsentrerte kjøpere, lave byttekostnader, kjøperens konkurranse trussel og lav kjøperfortjeneste samt innvirkning på kvalitet (Johnson et al., 2017, s. 68).

Rundt 90 % av all oppdrettslaks som blir produsert, blir eksportert ut fra Norge hvor Europa er det viktigst markedet. Dette fører til en stor bredde i kundesegmentet til sektoren. Aktørene tilbyr fisk til forskjellige typer segmenter, noen kjøper fisken for videresalg, som innsatsvare til andre videreforedlingsvirksomheter eller til privat konsum. Med en så stor bredde i kundesegmentet og ved de klimatiske forutsetningene som må ligge til grunn for å produsere laks, taler for en lav forhandlingsmakt hos kundene. Med et begrenset tilbud av laks og en økende etterspørsel, taler det i favør oppdrettsselskapene.

Laks og spesielt uforedlet laks kan betraktes som en homogen vare med liten grad av differensiering. Dette peker mot at kundene vil ha lave byttekostnader mellom de ulike aktørene i industrien, som vil øke deres forhandlingsmakt. Selv om konsumentene har ulike alternativer som kan erstatte fisk på bakgrunn av de økte prisene, er det svært lite som tyder på at det påvirker etterspørselen etter laks. Det vil derfor være rimelig å anta at kundene har liten grad av forhandlingsmakt i sektoren.

5.2.4 Leverandørenes forhandlingsmakt

Leverandører er de som supplerer organisasjonen med hva de trenger av produkter og tjenester. Dette kan være råmaterialer, utstyr, kilder til kapital og arbeidskraft. Dersom leverandører har sterk forhandlingsmakt, kan de trekke potensiell avkastning fra aktørene i sektoren ved å øke prisene deres (Johnson et al., 2017, s. 69).

Oppdrettssektoren har høy grad av vertikal integrasjon, som gir dem kontroll over alle ledd i verdikjeden. Dette gjør at de har lave transaksjonskostnader, samt øker effektiviteten i produksjonen. Med Norges gunstige forhold for å drive oppdrett, har aktørene i sektoren en markedsandel på over 50 % i 2017 på verdensbasis (Nøstbakken & Selle, 2019, s. 2).

Ved at de dominerende aktørene i verden, har høy konsentrasjon i Norge, vil gi dem økt forhandlingsmakt ovenfor sine leverandører.

Figur 7 viser at fôr- og lønnskostnader er blant de mest sentrale hos oppdretterne. Noen av aktørene i sektoren produserer fôret selv som for eksempel Mowi og Bakkafrost, mens andre aktører er avhengig av eksterne leverandører. Fiskefôr er en relativt homogen vare som inneholde de samme råvarestoffene. Over de siste årene har råvareprisene som brukes som innsatsfaktorer økt, noe som har resultert i økte fôrkostnader for oppdrettsselskapene. Det er hovedsakelig fire store fiskefôrprodusenter i verden: Biomar, Skretting, Salmofood og Ewos. Dette markedet kan beskrives som et oligopol, som er en tilstand i et marked der hvor tilbudet kommer fra noen få store aktører (Stoltz & Andresen, 2018). Dette kan føre til at produsentenes markedsmakt vil gi utslag på høyere pris og lavere kvantum enn et marked med fullkommen konkurranse. I 2019 ble de fire produsentene ilagt en bot på 70 millioner dollar for en anklagelse om prissamarbeid i perioden 2003 - 2015 (Unlay, 2019). Fiskeoppdretterne er utsatt for risiko knyttet til denne konkurransesituasjonen som er i fiskefôrmarkedet og har høyest sannsynlighet betalt en høyere pris for fiskefôr og dermed redusert lønnsomhet. Dersom oppdrettsselskapene opplever unormale høye priser og risiko knytte til fôrleverandørene, kan et alternativ være å integrere denne produksjonsprosessen inn i verdikjeden, slik som noen av aktørene har gjort.

De ansatte hos selskapene i industrien, leverer sin arbeidskraft til aktørene. I en voksende næring, har alle aktørene opplevd økende antall årsverk, som løfter kostnadene. I Norge er arbeidstakerne beskyttet av arbeidsmiljøloven, som gir de ansatte forhandlingsmakt som beskytter mot urimelig arbeidsforhold. I tillegg til arbeidsmiljøloven, har de ansatte mulighet til å melde seg inn i en fagforening med hovedmål å ivareta medlemmenes interesser overfor arbeidsgiverne. Dette er med på å sikre stabile arbeidsvilkår og rettferdige lønnsforhold. EØS-avtalen legger til rette for fri flyt av arbeidskraft, noe som sørger for at norske arbeidsgivere har bedre tilgang til å dekke etterspørselen etter arbeidskraft. Over de siste årene, har innslaget fra utenlandsk arbeidskraft økt i fiskeforedlingsproduksjonen. Fra 2003 til 2018 sank andel norske fast ansatte fra 88 % til 49 %. Det er også et betydelig innslag av sesongarbeid, hvor brorparten kommer fra Øst-Europa. Det høye norske lønnsnivået er nevnt som en årsak til at sesongarbeid i Norge fremstår som et godt alternativ for utenlandske arbeidstakerne. Undersøkelser viser at gjestearbeidere er jevnt over godt fornøyd med å arbeide i Norge, til tross for at mange fikk «dårligere vilkår» enn det som er vanlig blant

norske arbeidstakere (Henriksen, 2020). Ved at utenlandsk arbeidskraft får dårligere lønnsforhold enn norske, kan føre til sosial dumping. Denne konkurransen fra utledningene, trekker mot at forhandlingsmakten blant arbeidstakerne blir svekket.

På bakgrunn av den sterke posisjonen oppdrettsselskapene har og deres verdikjede, er deres forhandlingsmakt ovenfor leverandører nokså sterk. Det som reduserer deres styrke, vil være at det kun er hovedsakelig fire tilbydere av fiskefôr i verden. Arbeidsmiljøloven og fagforeninger setter også begrensninger på forhandlingsmakten blant aktørene i industrien og totalvurderingen konkluderer med en moderat forhandlingsmakt hos leverandørene.

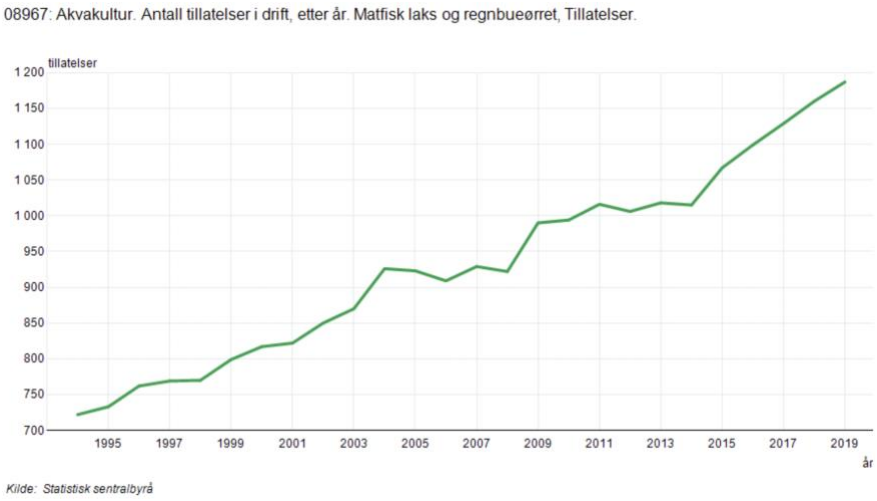
5.2.5 Konkurranse rivalisering

Midtpunktet i en fem konkurransekraftsanalyse er rivalisering mellom eksisterende aktører i industrien. Desto høyere konkurranse, jo lavere blir attraktiviteten i sektoren. Ved å tilby samme produkter, til samme kundegruppe, vil konkurransesituasjonen bli mer og mer intens jo flere aktører det er i sektoren. Det er fem faktorer som tenderer å definere graden av konkurransen i en industri:

- *Konkurrentenes konsentrasjon og balanse:* hvor konkurrentene er mange og omtrent i samme størrelse, er det fare for aggressiv oppførsel blant aktørene i forsøk av å dominere over hverandre. Dette kan for eksempel føre til priskrig på produkter eller tjenestene de tilbyr.
- *Industriens vekstrate:* i en situasjon der hvor det er sterk vekst, organisasjoner kan vokse sammen med markedet. I en industri som er har en reduserende vekst, vil derimot påvirke konkurrentenes markedsandeler.
- *Høye faste kostnader:* i en industri med høye faste kostnader, som kan forekomme av kapitalintensive industrier, tenderer til å ha høy rivalisering. Selskapene vil prøve å fordele høye faste kostnader utover på antall produserte enheter. For å øke salget, blir ofte prisen redusert som oppfordrer konkurrentene til å svare på samme måte. Dette vil føre til en priskrig i sektoren, som skader lønnsomheten til aktørene i sektoren.
- *Høye utgangsbarrierer:* i industrier som krever høye kostnader for å forlate konkurransen, har ofte høy rivalisering.
- *Liten grad av differensiering:* i råvareindustrier, hvor produktet eller tjenesten har liten grad av differensiering, vil det være høy grad av rivalisering. Dette er på grunn av kundenes lave byttekostnader mellom aktørene, og prisen vil være avgjørende (Johnson et al., 2017, s. 65).

Fra 1990-tallet hvor industrien gjennomgikk en konsolidering, hvor det ble færre selskaper, reduserte konkurransesituasjonen. Resultatet av dette medførte at det ble igjen få sterke aktører, som opplevede større markedsandeler. Dette vil peke mot en lavere grad av rivalisering og redusert konkurranse på pris.

I dataen som ble presentert tidligere, ser vi at etterspørselen etter laks fra oppdrett sektoren er i sterk vekst. Dette kommer oppdrettsselskapene til gode, og det er antyder at sektoren er i en vekstfase, i produktets livssyklus. Markedsveksten vil ikke gå på bekostning av markedsandeler mellom aktørene og rivalisering i sektoren. Med et økende søkelys på helse, kosthold og bærekraft, trekker imot økt etterspørsel etter laks. En annen faktor som har en stor påvirkning på sektoren, er konsesjonsutdeling. Som tidligere nevnt, må man ha konsesjon for å drive med oppdrett i Norge. Dette vil sette begrensninger på konkurransesituasjonen i sektoren og tilbudet av fisk. Figuren nedenfor viser antall konsesjoner myndighetene har tildelt aktører inne oppdrettssektoren.



Figur 15: Antall tillatelser for akvakulturdrift (SSB, 2021).

Oppdrettssektoren i ligner på en råvareindustri, der hvor laksen som selskapene selger, er ganske homogen. En kunde vil ikke kunne smake forskjell på om den kommer fra SalMar, Mowi eller Lerøy. Dette vil føre til at kundene har minimalt med byttekostnader, og vil derfor bli påvirket av tilgjengelighet og prisen på produktet. Dette argumenterer for en sterkere konkurransesituasjon i industrien. Ved å se på lakseprisutviklingen over de siste årene, er det lite som tyder på at det finnes betydelig priskonkurranse i sektoren. Totalvurderingen av den interne rivaliseringen i sektoren taler for en moderat rivalisering.

5.2.6 Oppsummering Porters fem konkurransekrefter

Ved å anvende analyseverktøyet utviklet av Michael Porter, får man en innsikt over hvordan ulike krefter i industrien påvirker aktørene. Målet med analysen er å konkludere med en vurdering om sektoren er attraktiv og iverksette ulike strategier som sørger for overlevelse på lang sikt, samtidig bygge opp konkurransefortrinn. Etter å ha utfør analysen, kan jeg konkludere med at sektoren har en lav til moderat grad av intern konkurranse.

Industrikraft	Vurdering
Trussel fra nye inntrengere	Lav
Trussel fra substitutter	Lav til moderat
Kundenes forhandlingsmakt	Lav
Leverandørenes forhandlingsmakt	Moderat
Konkurranse rivalisering	Moderat
Total	**Lav til moderat**

Tabell 8: Oppsummering porters fem konkurransekrefter

5.3 Den interne analysen

Etter den eksterne analysen av omgivelsene, har vi sett på hva slags strategiske muligheter og trusler som oppdrettsbransjen møter på. Det er ikke bare denne delen som påvirker strategien hos selskapene; det er også forskjeller mellom selskapene, som er viktig å inkludere i analysen. Denne delen av analysen retter fokus på variasjoner mellom selskapene som operere i de samme omgivelsene og industri, og hvordan disse organiserer sine ressurser og kapabiliteter. Selskapene i samme sektor er ikke identiske, men besitter forskjellige ressurser og kapabiliteter som gjøre de «heterogene».

Et annet viktig aspekt i den interne analysen er å vurdere graden av særegenhet av de interne ressursene et selskap besitter. Det er viktig at ledelsen har kunnskap og forståelse for hvordan organisasjonen skiller seg ut fra de andre konkurrentene, som sørger for å oppnå konkurransefordeler og overlegne finansielle prestasjoner. Dette teorien blir referert til som den ressurs-basert teori (Johnson et al., 2017. s.97). Ressurser og kapabiliteter som organisasjonen besitter, bidrar til langsiktig overlevelse og potensielle konkurransefordeler.

5.3.1 VRIO-analyse

Særpregede ressurser og kapabiliteter er nødvendig for å ha bærekraftige konkurransefortrinn samt overlegne finansielle resultater. Ressurser er eiendeler organisasjonen besitter, mens kapabiliteter reflekterer hvordan organisasjonen utnytter disse eiendelene (Johnson et al., 2017, s. 98). Disse to faktorene utfyller hverandre og ved effektiv utnyttelse kan organisasjonen oppnå høyere markedsandeler enn sine konkurrenter i samme bransje.

I denne delen skal ressurser og kapabiliteter som SalMar besitter, bli vurdert ved bruk av VRIO-analyse. VRIO er et akronym som vurderer ressursene etter fire forskjellige kriterier for å undersøke om disse gir bedriften konkurransefortrinn.

1. Er ressursen verdifull (*Value*): verdifulle ressurser og kapabiliteter er de som gjør et produkt eller en tjeneste verdifull for kunden, samtidig gir organisasjonen muligheten til å respondere på miljømessige muligheter og trusler.
2. Er ressursen sjelden (*Rarity*): sjeldne ressurser er de som er unike for organisasjonen, eller som få aktører innehar.
3. Er ressursen ikke-imiterbar (*Inimitability*): i tillegg til at ressurser og kapabiliteter må være verdifull og sjeldne, må den også være vanskelig eller kostbare å imitere eller tilegne seg av konkurrenter.
4. Er ressursen organisert (*organisational support)*: dersom ressursene oppfyller alle tidligere kriteriene, er det også helt avgjørende at organisasjonen er organisert slik at de klarer å utnytte disse.

VRIO-Analysen er et verktøy som gir en god indikasjon på å vurdere om organisasjonen besitter ressurser som kan gi konkurransefortrinn ovenfor andre aktører i samme bransje.

Er ressursen...				
Verdifull?	**Sjelden?**	**Ikke-imiterbar?**	**Organisert ?**	**Konkurransemessig implikasjon**
Nei	-	-	-	Konkurransemessig ulempe
Ja	Nei	-	-	Konkurransemessig paritet
Ja	Ja	Nei	-	Midlertidig konkurransefortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Varig konkurransefortrinn

Tabell 9: VRIO-analyse (Johnsen, et al., 2017. s. 108)

Jeg skal analysere SalMars sine ressurser: forskning og utvikling, finansiell soliditet, verdikjede og bearbeiding

5.3.2 Finansiell soliditet

Aktørene i oppdrettssektoren er svært eksponert for utviklingen i lakseprisen. Som nevnt tidligere er denne svært volatil, som medfører usikkerhet og risiko til bedriftenes inntjening. Det er derfor viktig at selskapene har en solid finansiell balanse som har evne til å motstå svingningene i lakseprisen. I tillegg til denne eksponeringen, er sektoren svært kapitalintensiv, som krever at selskapene som har god kapitaltilgang, kan opparbeide seg store fordeler mot andre aktører. Med den nye EU-taksonomien som trer i kraft i 2022, kan også medføre

endringer til kapitaltilgang. Dersom bransjen ikke blir kategorisert som en bærekraftig, kan dette øke kapitalkostnaden til aktørene. Det er derfor viktig at selskapene investerer kapital og ressurser til å gjøre sektoren mest mulig bærekraftig og redusere deres påvirkning på miljøet. Hvis utvikling innen landbasert oppdrett forbedres og tilegner seg lettere tilgang på kapital, kan aktørene få reduserte kapitalkostnader. Dette kan føre til at disse aktørene vil opparbeide seg et varig konkurransefortrinn, mot de mer tradisjonelle sjøbasert oppdrettsaktørene.

Alle aktørene i bransjen har en robust balanse, med høy egenkapitalandel. Over de siste årene har selskapene betalt utbytte, som påvirker selskapets egenkapitalandel. Å ha en sterk balanse er viktig og helt essensielt for å drive innen oppdrettsnæringen, og SalMar har denne ressursen. Dette utgjør derimot ikke en ressurs som verken er sjelden eller ikke-imiterbar, og utgjør dermed ikke en konkurransefordel.

5.3.3 Forskning og utvikling

I en industri som kontinuerlig er i utvikling, er det viktig at selskapene investerer jevnt i forskning og utvikling. Norsk og globalt oppdrett av laks er i dag er preget av beskjeden tilvekst, med en svekket norsk krone har dette medført høye priser og god lønnsomhet blant aktørene i bransjen. Dette vil gi intensiver for andre aktører til å starte med lakseproduksjon i nye områder, med nye alternative teknologier for å kapre markedsandeler. Slaktevolumet fra landbasert oppdrett av laks har er fortsatt ubetydelig i sluttmarkedet og dette vil kunne endres på lang sikt. Hvor det nå ikke er noe oppdrett av laks, vil i fremtiden ha mulighet til å kapre markedsandeler fra de etablerte aktørene ved å kunne produsere fisk nær konsumenten (Lerøy, 2021, s. 41).

I oppdrettsbransjen blir det investert masse kapital i ulike prosjekter og konsepter, for å optimalisere oppdrett av fisk. Det generelle målet til aktørene i bransjen er å produsere så mye fisk som mulig, på en billigst mulig måte, uten at det skal påvirke miljø og dyrevelferden. For å oppnå dette, har SalMar rettet fokuset mot havbasert oppdrett. Havsatsningen startet i 2019 med pilotprosjektet Ocean Farm 1, som er en havmerd plassert utenfor Frøya. Prosjektet har vært igjennom to ulike produksjonssykluser hvor selskapet har implementert en rekke tiltak basert på erfaringer. Selskapet rapporterer om god tilvekst, stabilt lavt lusenivå og lav dødelighet, sammenliknet med første produksjonssyklus. Denne satsningen er basert på et tverrfaglig samarbeid mellom norske og utenlandske aktører med ledende kunnskap innen havbruk og offshore teknologi. SalMar argumenterer for at de er en ledende aktør innen

havbasert oppdrett, og har investert rundt 1 milliard kroner på å designe Ocean Farm 1 (SalMar, 2021, s. 11).

Steget videre for SalMar er havsatsningen Smart Fish Farm, som har ambisjoner å bygge flere slike anlegg havbaserte anlegg basert på erfaringene selskapet har tilegnet seg gjennom pilotprosjektet. Dette forutsetter at myndighetene i Norge åpner for lokaliteter og konsesjoner i områder langs norske kysten. Ved å være tidlig ute med løsninger og bygge opp kunnskapsbasen, kan selskapet sikre seg et konkurransemessig fortrinn i et stort internasjonalt marked.

Mowi, verdens største oppdrettsselskap, har derimot valgt å satse på digitalisering og automatisere deler av oppdrettsproduksjonen og verdikjeden. Dette prosjektet forventer Mowi å redusere kostnader samtidig øke fiskevelferden. Ved bruk av avansert bildeteknologi og sensorer, vil vi kunne sanntids overvåke biomassen, utføre lusetelling, autonom fôring og sporing av fiskevelferd. Ved bruk av maskinlæring kan selskapet optimalisere produksjonen på bakgrunn av informasjonen som sensorene innhenter (Mowi, 2021, s. 152).

Både Lerøy og Bakkafrost oppgir at oppdrett til havs har potensiale for fremtidig økning av dere slaktevolum, men det er kun SalMar som nevner spesifikt om prosjektet og kan vise til utvikling innenfor dette området. Gjennom år med forskning og utvikling innenfor dette området, har SalMar skaffet seg et konkurransefortrinn på de andre aktørene, ved å dedikere mye kapital og ressurser til å utvikle havmerdene som skal brukes til havbasert opprett.

5.3.4 Verdikjede og bearbeiding

Sektoren kjennetegnes av at de fleste oppdrettsselskapene har en fullintegrert verdikjede som gir dem kontroll over alle prosesser fra rogn til ferdig fisk. Fordelene ved å ha kontroll over hele verdikjeden, er at selskapene kan være proaktive i alle prosesser, og følge utviklingen i endringene i alle ledd. Et eksempel på dette er endringene Covid-19 medførte. Store deler av etterspørselen i hotell, restaurant og catering segmentet forsvant på kort tid, som medførte at selskapene måtte omstille produksjonen til fryst- og bearbeidet fisk. Ved å tilegne seg kunnskap om konsumentenes preferanser, kan også selskapene ligge i forkant og klare å tilby produkter som appellerer til kundene.

En annen positiv side ved å kontroll over verdikjeden, er at selskapene har mer stabile kostnader og kontroll over kvaliteten på produktene. Over tid, vil en fullintegrert verdikjede resultere i stabil inntjening og økte vekstutsikter. Det vil derfor være lettere for aktørene å gjennomføre langsiktige investeringer, og minimere risikoen knyttet til dette (Mowi, 2021, s.19). Med et økende krav og fokus blant interessenter på bærekraft, kan selskapene også inkludere dette inn i alle produksjonsprosessen. Ved bruk av ulike rapporteringer og sertifiseringer, viser alle selskapene at de retter fokuset mot dette området. Gjennom ulike miljøsertifiseringer viser selskapene i sektoren at de har et høyt fokus på å levere miljøvennlige produkter på en bærekraftig måte. Ved å tilegne seg miljøvennlig omdømme, kan selskapene i bransjen kapitalisere på det økende fokuset blant befolkningen.

SalMar satser på lokal slakting og bearbeidelse av fisken. Ved å ha slakteriene nær oppdrettsanleggene, reduseres både vekt og volum på produktene som skal fraktes, som vil føre til lavere CO_2- utslipp i transportleddet (SalMar, 2021, s. 39). Selskapet har et moderne bearbeidelsessenter, InnovMar. Dette senteret har en høyteknologisk utstyrspark for slakting, filetering og porsjonering. Bearbeidelse av fisk er fortsatt en arbeidsintensiv prosess, som medfører økte lønnskostnader. Selskapene investerer kapital for å automatisere denne prosessen. Tilgjengeligheten av avansert scanningsteknologi åpner for mye mer effektiv produksjon og mer sofistikert produktdifferensiering enn man ser i dag (Mowi, 2021, s.20). SalMar startet å bygge et nytt slakteri og videreforedlingsanlegg i 2019, med en estimert ferdigstillelse sommeren 2021. Med et nytt anlegg, vil SalMar ligge langt fremme med moderne og høyteknologisk slakterifasiliteter.

5.3.5 Oppsummering

Gjennom anvendelsen av VRIO-verktøyet har jeg undersøkt ulike interne ressurser som potensielt kan gi en konkurransemessig fordel. Analysen avdekker at det kun er et midlertidig konkurransemessig fortrinn SalMar innehaver mot de andre aktørene. Mens resten knyttes til konkurransemessig paritet. Resultatene fra analysen er oppsummert i tabellen under

	Er ressursen...				
Ressurs	**Verdifull?**	**Sjelden?**	**Ikke-imiterbar?**	**Organisert ?**	**Konkurransemessig implikasjon**
Finansiell Soliditet	Ja	Nei	-	-	Konkurransemessig paritet
Forskning og utvikling	Ja	Ja	Nei	-	Midlertidig konkurransefortrinn
Verdikjede	Ja	Nei	-	-	Konkurransemessig paritet
Bearbeiding	Ja	Nei	-	-	Konkurransemessig paritet

Tabell 10: Oppsummering VRIO-analyse

5.4 SWOT-analyse

Med resultatene fra PESTEL-analysen, Porters fem konkurransekrefter og VRIO-Analysen, kan man plassere funnene i en overordnet SWOT-Analyse. SWOT-Analysen er et akronym, som står for styrker(strenghts), svakheter (weaknesses) muligheter, (opportunities) og trusler (threats). En slik analyse tar innarbeider både interne og eksterne faktorer som påvirker selskapet, og gir en oppsummering av den strategiske analysen på en systematisk måte.

Styrker: - Finansielle ressurser - Forskning og utvikling - Verdikjede integrasjon - Lokalisering - Merkevare - Bærekraftig produksjon - Fremmer lokalt næringsliv	Svakheter: - Volatil laksepris - Økende kostnader - Lakselus - Rømming - Utsatt for miljøfiendtlig ytringer - Stor avstand til Asia- og Amerikanske markedet fører til økte kostnader.
Muligheter: - Økende etterspørsel - Nye innovasjoner - Økt fokus på sunnhet blant befolkningen - EUs nye taksonomi kan utgjøre både en fordel og en trussel - Høye inngangsbarrierer -	Trusler: - Utsatt for politiske handelskonflikter - Tilgang på konsesjoner - Fôprodusentnes forhandlingsmakt - Ny teknologi som gjør oppdrett mulig over hele verden - Grunnrente skatt - Valutakursrisiko - Økende renteutsikter - Volatil laksepris

Figur 16: SWOT- analyse

En del av den fundamentale analysen, er å utføre en strategisk analyse av makro omgivelsene, industrien og internt hos selskapet, for å fremheve framtidsutsiktene til næringen og selskapet. Den strategiske analysen gir et innblikk i selskapets posisjon i sektoren og undersøker om organisasjonen har konkurransefortrinn ovenfor andre konkurrenter i sektoren, som vil reflekter i prisingen av selskapet.

PESTEL-analysen gir et lovende bilde av oppdrettssektoren som opplever økende fokus på de helsemessige effektene fisken gir, som fører til etterspørselsvekst. Analysen retter også fokus mot viktige momenter som utgjør en trussel for sektoren. Porters fem konkurransekrefter undersøker industrien og hvordan konkurransesituasjonen og hvordan ulike krefter som påvirker selskapet. Oppdrettssektoren er en kapitalintensiv industri og stordriftsfordeler som

fører til økte inngangsbarrierer. Med den attraktive lønnsomheten i sektoren, må nye inntrengere ha sterke kapitale ressurser for å etablere seg. Den strategiske analysen retter fokuset videre inn på selskapet og deres interne ressurser. Vi finner her at SalMar har kun en midlertidig konkurransemessig fordel på de andre aktørene i bransjen. Utviklingen av havbasert oppdrett, setter selskapet i føringen i en ny oppdrettsmetode.

Kapittel 6 Regnskapsanalyse

I dette kapitelet skal jeg utføre en regnskapsanalyse, hvor jeg vil presentere finansregnskapet til SalMar. Dette er steg 2 i Penman sin 5 stegs prosess i den fundamentale analysen. Finansregnskapet er linsen til et selskap, så vi må tilegne en forståelse ikke bare om hvordan selskapet opererer, men også hvordan operasjonene er representerer i regnskapet og forstå årsaken bak tallene. Hovedelementet er å separere driftsrelaterte- og investeringsaktiviteter fra finansieringsaktiviteter i finansregnskapet. Dette gjøres for å få frem de driftsrelaterte- og investeringsaktivitetene som skaper verdi (Penman, 2013, s. 234). For å gjøre regnskapet mer tilpasset fra et analytiker sitt perspektiv, må vi reformulere tallene. Dette gjør at forretningsaktivitetene blir fremhevet, slik at faktorene som vi skal anvende inn i verdsettelsesmodellene blir korrekte.

Regnskapsanalysen er grunnleggende del av fundamental analyse av et selskap. Analysen gir en analytiker et godt grunnlag for å forstå selskapet og videre utarbeide prognoser om fremtiden. Denne delen av analysen baserer seg på kvantitativ data hvor informasjonen som blir brukt kan tallfestes. Som tidligere nevnt vil analysen basere seg på verdsettelsesmodellene: Ned-diskontering av fri kontantrømmer, superprofittmodellen og superprofittvekst modellen.

6.1.1 Forutsetninger

Før man starter på regnskapsanalysen må man legge til grunn noen forutsetninger. SalMar har ikke-kontrollerende eierinteresse i andre selskaper. I 2008 og 2009 utførte Financial Accounting Standard Board (FASB) en endring i hvordan minoritet eierinteresse skulle bli presentert i regnskapet. Disse interesseandelene blir nå presentert under egenkapitalen hos selskapet, fra tidligere under gjeldsdelen i balansen (Kennon, 2021). Dette betyr at alle selskapene som SalMar har minoritets eierinteresser i, er inkludert i deres regnskap. Dette gjelder fire selskaper, hvorav et er notert på handelsplassen Euronext Growth. Siden alle datterselskapene er presentert som om SalMar eier 100 % av selskapet, vil jeg trekke ut

andelen som ikke tilfaller aksjonærene hos SalMar. Alle selskapene som er inkludert i regnskapene til SalMar har nær tilknytning til selskapets virksomhet som er med på å skape synergier for hverandre. Jeg vil også bruke resultatet som tilfaller aksjonærene i SalMar i analysen.

Den andre forutsetningen jeg legger til grunn i regnskapsanalysen er analyseperioden, hvor langt tilbake i tid man skal benytte historisk informasjon. Som tidligere nevnt er oppdrettsbransjen en syklisk bransje, som er eksponert mot lakseprisutviklingen. For å jevne ut svingningene i lakseprisen, taler det for en lengre analyseperiode. Jeg har valgt å gå tilbake til 2015 hvor lakseprisen var på rundt 45 kroner, som er den laveste prisen i løpet av analyseperioden. Dette anser jeg som hensiktsmessig for å fange opp både nedgangs- og oppgangskonjunkturene i bransjen.

Den siste forutsetningen jeg legger til grunn er at gjelden som er oppført til regnskapet, er målt til virkelig verdi. Dersom et selskap utsteder en obligasjon, vil selskapet få inn kapital nøyaktig lik nåverdien av det selskapet er forventet å betale tilbake. Det samme argumentet holder for å ta opp et lån i banken, som vil bety at gjeldsfinansiering er en transaksjon av nåverdi for å bringe kapital inn til selskapets drift (Penman, 2013, s. 95).
Siden rentekostnader vil fradragsberettiget, vil noen argumentere for at gjeld kan øke verdien. Aksje-eiere kan belåne sitt personlige innskudd for å utnytte sin eierandel, det samme kan selskapet gjøre internt. Påstanden om at belåning skaper verdi på grunn av skattefratrekk fra rentekostnadene, er kontroversiell:

- For det første, renter kan trekkes fra på aksjonærens egen selvangivelse i den grad det er samsvar med avkastningen fra selskapet.
- For det andre, renten som er fradragsberettiget av selskapet er skattepliktig inntekt for gjeldshaveren som mottar rentene. Dette vil føre til at de vil kreve en høyere rente som kompenserer de for skatten de må betale, noe som reduserer skattefordelen for gjeld i selskapet. (Penman, 2013, s. 459)
- For det tredje, fri kontantstrøm må enten bli bruk til å redusere gjeld eller betale til aksjonærene: C – I = d + F (som tidligere nevnt). Begge aktiviteter har en skatteeffekt. Dersom kontantstrøm blir benytte til å redusere gjelden vil aksjonærer mister den antatte skattefordelen. Hvis selskapet velger å distribuere kontantstrømmen til aksjonærene vil de måtte betale skatt på utbytte. Begge aktivitetene fører til at

kontantstrømmen blir påført skatt og aksjonærene kan ikke få skattefordelen av gjelden uten å inkludere skatt på et personlig nivå (Penman, 2013, s. 460).

6.1.2 Presentasjon av resultatregnskap

I tabellen nedenfor vises de rapporterte tallene i fra SalMar sitt finansregnskap for årene 2015-2020. SalMars rapporterte tall er i henhold til de internasjonale regnskapsstandardene IFRS og alle tall er presentert i 1 000 NOK.

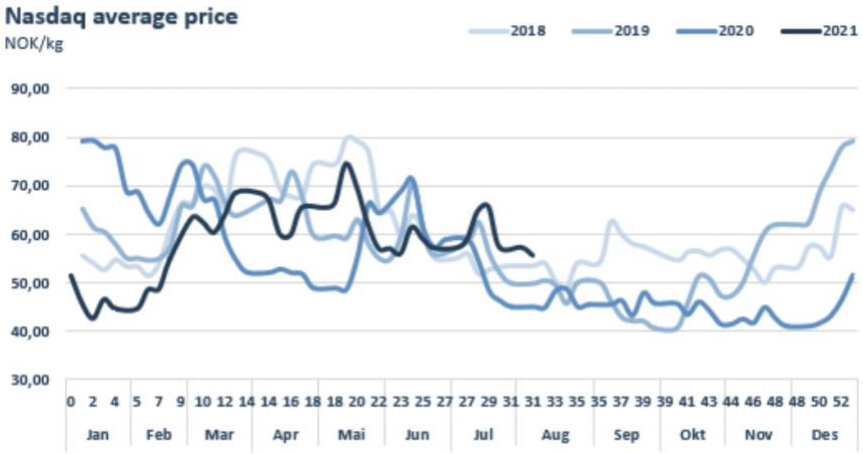
Resultatregnskap SalMar	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Est. 2021
Driftsinntekter fra kontrakter med kunder	7 303 506	8 963 239	10 755 452	11 301 338	12 202 197	12 856 778	
Annen driftsinntekt	22 696	66 575	61 786	41 216	35 392	55 563	
Sum driftsinntekter	**7 326 202**	**9 029 814**	**10 817 238**	**11 342 554**	**12 237 589**	**12 912 342**	**13 214 240**
Varekostnad	3 562 811	4 000 818	4 722 474	4 585 491	5 770 027	5 870 577	5 987 989
Lønnskostnad	765 881	861 534	929 100	1 040 438	1 202 494	1 319 961	1 346 360
Annen driftskostnad	1 272 186	1 377 795	1 584 825	1 768 036	1 479 023	1 902 210	1 978 298
Driftsresultat før av- og nedskrivninger (EBITDA)	**1 725 324**	**2 789 667**	**3 580 839**	**3 948 589**	**3 786 045**	**3 819 594**	**3 901 593**
Avskrining av varige driftsmidler og immaterielle eiendeler	307 280	358 020	414 686	487 778	716 807	780 972	851 259
Nedskrivning av varige driftsmidler og immaterielle eiendeler	14 169	0	3 926	0	1 642	31 121	
Operasjonelt driftsresultat	**1 443 805**	**2 431 647**	**3 162 227**	**3 460 812**	**3 067 597**	**3 007 500**	**3 050 333**
Virkelig verdijustering	39 932	653 955	-370 015	845 831	-32 995	-179 532	183 449
Driftsresultat	**1 443 805**	**3 085 602**	**2 792 213**	**4 306 642**	**3 034 601**	**2 827 968**	**3 233 782**
Inntekt på investering i tilknyttet selskap	40 242	286 844	208 941	252 933	118 655	42 208	158 304
Finansposter :							
Renteinntekt	3 477	5 014	11 109	10 964	12 465	10 264	
Finansinntekt	685	78 142	0	34 347	236 926	1 321	12 780
Rentekostnad	98 780	106 328	106 961	116 101	170 190	149 854	
Finanskostnad	5 744	7 193	49 100	36 218	74 093	160 261	172 483
Nettto finansresultat	-100 362	-30 366	-144 953	-107 007	5 108	-298 531	-159 703
Resultat før skattekostnad	**1 383 686**	**3 342 080**	**2 856 201**	**4 452 568**	**3 158 365**	**2 571 645**	**3 232 383**
Skattekostnad	254 891	691 090	558 402	873 343	613 877	563 355	767 165
Årsresultat	**1 128 795**	**2 650 990**	**2 297 798**	**3 579 225**	**2 544 487**	**2 008 290**	**2 465 218**
Årsresultat tilordnes:							
Ikke-kontrollerende eierinteresser	25 506	13 910	23 816	10 812	56 452	29 272	27 364
Aksjonærene i SalMar	**1 103 289**	**2 637 079**	**2 273 983**	**3 568 413**	**2 488 035**	**1 979 018**	**2 437 854**
Resultat per askje	9,85	23,51	20,24	31,70	22,06	17,52	
utvannet resultat per aksje	9,83	23,43	20,18	31,60	22,03	17,49	
Årsresultat	1 128 795	2 650 990	2 297 798	3 579 225	2 544 487	2 008 290	2 465 218
+Annet fullstending resultat	63 180	-95 865	33 768	-730	39 908	212 083	37 833
Totalresultat	**1 191 975**	**2 555 125**	**2 331 566**	**3 578 495**	**2 584 395**	**2 220 373**	**2 652 358**

Tabell 11: Resultatregnskap SalMar 2015-2020

I SalMars sine resultatregnskap, ser vi at selskapet øker inntektene sine gjennom hele analyseperioden. Fra 2015 til 2020 har driftsinntektene økt med ca. 73 %. Ved å se på resultatene som SalMar har rapportert, ser man at selskapet har store variasjoner. Dette kan forklares ved at selskapet operer i en syklisk bransje. Ved å se på figur 6 som viser utviklingen i lakseprisen, ser man at 2018 var et år med høye priser som reflekterer seg i selskapets resultater.

På verdsettelsestidspunktet 31.08.2021 var det kun tilgjengelige kvartalsrapporter fra første og andre kvartal. For å utarbeide et fullstendig årsregnskap, måtte jeg utføre mine egne beregninger basert på historisk utvikling. Ved å analysere regnskapet og finne den prosentmessige utviklingen fra første til andre halvår, kom jeg fram til tallene for 2021 i figur 19.
I mine prognoser ekskluderte jeg også for enkelthendelser, som ikke har en gjentagende effekt. Ved å ta den prosentmessige endringen fra det første halvåret til det andre, fanges også sesongmessige svingninger opp. Dersom jeg bare hadde tatt regnskapet fra første halvår og multiplisert med to, ville det ikke fangent opp sesongmessige variasjoner og dermed dannet et dårligere grunnlag. I tillegg måtte de spesielle effektene som pandemien medførte, innarbeides inn i trailet regnskap for 2021. Derfor så jeg på den prosentmessige endringen gjennom hele analyseperioden og ikke bare fra det siste tilgjengelige regnskapet for andre halvår. Vedlegg nr. 1 viser beregningen av fullstendig regnskap for 2021.

I figuren nedenfor ser vi at lakseprisen har en tendens til å øke inn mot sutten av året. De børsnoterte oppdrettsselskapene guider slaktevolum på årsbasis, dette er også et element som ligger til grunn i mine beregninger.



Figur 17: Gjennomsnittlig lakspriser (SalMar, 2021, s. 8)

Med min tilnærming for beregning av resultat regnskapet for 2021, fanger opp denne oppsvinget i lakseprisen.

6.1.3 Presentasjon av balansen

BALANSE SALMAR	2015	2016	2017	2018	2019	2020	30.06.2021
EIENDELER							
Anleggsmidler							
Immaterielle eiendeler							
Konsesjoner, patenter og lignende	2 466 171	2 464 332	2 478 510	2 957 486	4 295 467	6 385 101	
Goodwill	447 372	446 465	446 465	446 465	446 465	441 130	
Sum immaterielle eiendeler	**2 913 542**	**2 910 796**	**2 924 975**	**3 403 951**	**4 741 932**	**6 826 230**	**6 831 000**
Varige driftsmidler							
Bygninger, tomter og andre driftsmidler	2 403 772	3 137 522	3 604 770	3 591 490	4 369 921	5 554 028	
Rett-til-bruk eiendeler	0	0	0	0	569 700	848 767	
Sum varige driftsmidler	**2 403 772**	**3 137 522**	**3 604 770**	**3 591 490**	**4 939 621**	**6 402 795**	**6 203 000**
Finansielle anleggsmidler							
Investeringer i tilknyttet selskap	627 681	908 400	1 023 769	1 188 971	717 819	752 562	
Investeringer i aksjer og andeler	289	289	393	394	472	472	
Pensjonsmidler	1 397	1 397	1 379	7 324	1 510	7 217	
Andre fordringer	6 840	49 949	55 284	18 812	94 415	90 747	
Sum finansielle anleggsmidler	**636 206**	**960 017**	**1 080 852**	**1 215 500**	**814 216**	**850 998**	
Sum anleggsmidler	**5 953 521**	**7 008 335**	**7 610 597**	**8 210 941**	**10 495 768**	**14 080 022**	**14 913 000**
Omløpsmidler							
Biologiske eiendeler	3 306 052	4 997 001	4 135 523	5 305 616	5 720 810	5 988 790	
Andre varer	328 216	224 783	259 050	459 934	468 728	680 999	
Sum varer	**3 634 268**	**5 221 784**	**4 394 573**	**5 765 550**	**6 189 538**	**6 669 789**	**7 416 000**
Fordringer							
Kundefordringer	815 540	595 773	501 112	630 061	739 429	588 989	746 000
Andre fordringer	258 288	302 078	242 866	289 416	330 332	435 947	354 000
Sum Fordringer	**1 073 828**	**897 852**	**743 978**	**919 477**	**1 069 761**	**1 024 936**	**1 100 000**
Kontanter og kontantekvivalenter	273 696	273 715	177 098	239 596	230 990	223 447	484 000
Sum omløpsmidler	**4 981 792**	**6 393 351**	**5 315 649**	**6 924 623**	**7 490 289**	**7 918 172**	**8 999 000**
Sum eiendeler	**10 935 313**	**13 401 686**	**12 926 246**	**15 135 564**	**17 986 057**	**21 998 194**	**23 913 000**

Tabell 12: Balanse SalMar - eiendeler

BALANSE SALMAR	2015	2016	2017	2018	2019	2020	30.06.2021
EGENKAPITAL OG GJELD							
Egenkapital							
Innskutt egenkapital							
Aksjekapital	28 325	28 325	28 325	28 325	28 325	28 325	
Egne aksjer	-295	-246	-189	-140	-94	-58	
Overkurs	415 286	415 286	415 286	415 286	415 286	415 286	
Annen innskutt egenkapital	57 768	85 673	114 188	153 895	201 508	248 394	
Sum innskutt egenkapital	**501 084**	**529 037**	**557 610**	**597 365**	**645 025**	**691 947**	**3 409 000**
Opptjent egenkapital							
Annen egenkapital	4 646 272	6 069 363	7 022 449	8 450 748	8 362 685	9 159 069	8 310 000
Sum opptjent egenkapital	**4 646 272**	**6 069 363**	**7 022 449**	**8 450 748**	**8 362 685**	**9 159 069**	
Ikke-kontrollerende eierinteresser	79 684	82 432	88 069	91 729	732 391	1 135 886	1 155 000
Sum egenkapital	**5 227 039**	**6 680 833**	**7 668 128**	**9 139 842**	**9 740 100**	**10 986 902**	**12 874 000**
Gjeld							
Langsiktig gjeld og forpliktelser							
Utsatt skatt	1 230 815	1 495 301	1 362 222	1 541 431	1 757 557	1 828 109	1 992 000
Gjeld til kredittinsitusjoner	2 371 338	2 079 001	811 027	689 927	2 751 570	3 677 627	4 709 000
Langsiktig leieforplikelse	381 849	360 556	344 972	329 190	488 871	769 128	793 000
Sum langsiktig gjeld og forpliktelser	**3 984 001**	**3 934 858**	**2 518 221**	**2 560 548**	**4 997 999**	**6 274 865**	**7 494 000**
Kortsiktig gjeld							
Gjeld til kredittinsitusjoner	140 421	198 613	243 633	733 584	381 539	1 438 435	190 000
Kortsiktig leieforplikelse				14 604	140 733	164 567	198 000
Leverandørgjeld	649 274	1 199 402	1 248 975	1 194 760	1 305 050	2 056 323	
Betalbar skatt	292 320	423 223	672 448	690 717	588 455	537 833	
Skyldig offentlige avgifter	153 262	189 136	170 716	300 591	218 923	110 839	
Annen kortsiktig gjeld	488 996	775 622	404 125	500 919	613 258	428 430	3 156 000
Sum kortsiktig gjeld	**1 724 273**	**2 785 995**	**2 739 897**	**3 435 174**	**3 247 958**	**4 736 427**	**3 544 000**
Sum Gjeld	**5 708 274**	**6 720 853**	**5 258 118**	**5 995 721**	**8 245 956**	**11 011 292**	**11 038 000**
Sum egenkapital og gjeld	**10 935 313**	**13 401 686**	**12 926 246**	**15 135 563**	**17 986 057**	**21 998 194**	**23 913 000**

Tabell 13: Balanse SalMar - egenkapital og gjeld

6.1.4 Presentasjon av kontantstrømoppstillingen

Kontantstrømoppstilling SalMar (tall i 1000)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	30.06.2021
Kontantrsømmer fra operasjonelle aktiviteter							
Resultat før skatt	1 383 686	3 342 080	2 856 201	4 452 568	3 158 365	2 571 645	1 982 000
Periodens betalte skatter	-315 132	-291 049	-423 223	-672 778	-690 717	-588 455	-23 000
Ordinære nedskrivninger og avskrivninger	321 449	358 020	418 612	487 778	718 448	812 093	393 000
Kostnadsførte opsjoner	22 933	27 095	28 515	39 707	47 614	46 885	
Resultatandel fra tilknyttede selskap	-40 242	-286 844	-208 941	-252 933	-118 655	-42 208	-99 000
Gevinst ved utgang tilknyttet selskap	0	-26 562	-10 239	0	-225 873		
Tap/Gevinst ved salg av anleggsmidler	893	973	243	-281	0	-1 904	
Netto renter knyttet til finansieringsaktiviteter	117	0	106 961	105 137	157 725	146 643	
Endring virkelig verdijustering	-39 932	-653 955	370 015	-845 831	32 995	179 532	-691 000
Endring i varer /biologiske eiendeler til kost	-165 868	-534 980	-110 359	-436 195	-110 688	-639 855	
Endring i kundefordringer	72 679	219 008	94 661	-112 152	-89 095	153 952	
Endring i leverandørgjeld	239 789	550 233	46 141	-54 215	41 329	547 940	-419 000
Endring i andre tidsavgresningsposter	141 921	19 770	205 849	70 837	108 087	-7 378	102 000
Netto kontantstrømmer fra operasjonelle aktiviteter	**1 622 292**	**2 724 599**	**3 374 435**	**2 781 642**	**3 029 535**	**3 178 890**	**1 244 000**
Kontantstrømmer fra investeringsaktiviteter							
Innbetalinger ved salg av varige driftsmidler	0	2 298	3 933	210	0	6 206	
Utbetalinger ved kjøp av varige driftsmidler og immaterielle eiendeler	-726 677	-1 096 824	-937 084	-945 997	-1 347 398	-3 755 385	
Utbetaling ved kjøp aksjer og andeler	-44 068	-195 556	14 142	-114 429	-199 358	-13 929	
Utbytte fra tilknyttede selskaper	46 000	100 800	161 015	242 200	254 804	2 144	
Utlån andre	0	-42 000	0	-15 793	-25 475	13 469	
Netto kontantstrømmer fra investeringsaktiviteter	**-724 745**	**-1 231 282**	**-757 994**	**-883 809**	**-1 317 427**	**-3 747 495**	**-1 008 000**
Kontantstrømmer fra finansieringsaktiviteter							
opptak av langsiktig gjeld til kredittinstitusjoner	700 000	175 000	0	500 000	2 341 847	1 638 685	
Nedbetaling av langsitkig gjeld til kredittinsitusjoner	-152 062	-498 505	-1 289 592	-136 670	-1 061 284	-574 850	-215 000
Netto endring i kassekredit	-123 149	59 480	38 650	3 788	53 669	837 761	
Betaling avdrag leieforplikelse					-160 738	-184 285	-94 000
Betaling renter leieforpliktelse					-52 784	-55 217	-29000
Mottatte renteswap	3 477	5 014	11 109	0	12 465	3 211	
Betalte renter finansieringsaktiviteter	-98 780	106 328	-106 961	-105 137	-117 406	-94 637	-52 000
Utbetaling av utbytte	-1 124 900	-1 125 903	-1 365 967	-2 147 176	-2 617 154	-1 493 002	-2 261 000
Netto kapitalinnskudd	-107		162	0	0	479 955	2 682 000
Utbetaling av erverv ikke-kontrollerende eierinteresse			-4 000	-4 980	-118 897	-3 990	
Netto kontantstrøm fra finansineringsaktiviteter	**-795 521**	**-1 491 242**	**-2 716 600**	**-1 890 175**	**-1 720 282**	**553 631**	**32 000**
Netto endring i kontanter og kontantekvivalenter	102 027	2 075	-100 158	57 657	-8 175	-14 973	268 000
Valutakurseffekter	3 705	-2 057	3 540	4 839	-431	7 429	-7 000
Beholding av konanter og kontantekvivalenter 01.01	166 963	273 963	273 715	177 098	239 596	230 990	223 447
Beholding av kontanter og konantekvivalenter 31.12	**273 963**	**173 715**	**177 098**	**239 596**	**230 990**	**223 447**	**484 000**

Tabell 14: Kontantstrømoppstilling SalMar 2015-2020

Jeg har valgt å ikke estimere kontantstrømoppstillingen for 2021 på bakgrunn av at jeg vil bruke resultatregnskapet og balansen til å beregne fri kontantstrømmen.

6.2 Omgruppering av finansregnskapet

Selskapets balanse og resultatregnskap gir detaljer som viser selskapet opphav til lønnsomhet og vekst. Lønnsomhet som skaper verdi, kommer i fra selskapets driftsrelaterte aktiviteter. Transaksjoner som innhenter kapital fra investorer og kreditorer og deretter levere dette tilbake, er selskapets finansieringsaktiviteter. Dette er aktiviteter som er nødvendig for å drive en virksomhet, men det argumenteres blant økonomer at finansieringsaktiviteter ikke skaper verdi (Penman, 2013, s. 92). Investeringsaktiviteter anvender penger fra finansieringsaktivitetene til å investere i eiendeler som er nødvendige for å utføre selskapets drift og skape verdi. Verdien er ikke garantert, men basert på fremtidig inntjening. For at investeringene skal gi selskapet avkastning må det være en oppfølging, og det er de

driftsrelaterte aktivitetene som gjør dette. Driftsrelaterte aktiviteter bruker investeringene som har blitt utført til å produsere produkter eller tjenester, og det er disse salgene som realiserer verdien som har blitt forventet fra investeringsaktivitetene. Dermed er det investeringer som skaper verdi, men den forventede verdien bestemmes ved å prognostisere suksessen til investeringer i å generere verdi i selskapets drift (Penman, 2013, s. 96).

For å fremheve de driftsrelaterte aktivitetene vil vi derfor omgruppere finansregnskapene. Denne omgrupperingen klargjør regnskapene for analysen som avdekker faktorene som bestemmer selskapets superprofitt og superprofittsvekst (Penman, 2013, s. 235). Denne omformuleringen styrker reglen at man ikke kan verdsette et selskap uten å kjenne til deres forretninger, for å kunne skille ut de driftsrelaterte aktivitetene fra finansielle aktiviteter. Hovedformålet bak omgrupperingen av balansen og resultatregnskapet er å kartlegge driverne bak avkastningen på egenkapitalen og vekstutsiktene i prognosene (Penman, 2013, s. 292).

6.2.1 Fullstendig resultat & dirty surplus

Når man skal lage prognoser om fremtidig lønnsomhet, må vi forstå selskapets historiske lønnsomhet. Derfor tenger vi selskapets totalresultat. Noen av selskapets inntekter og kostnader er ikke inkludert i finansregnskapet, men dukker opp i oversikten over selskapets egenkapitaltransaksjoner. Egenkapitaloppstillingen gir en oversikt over egenkapitalen i starten og slutten av balanseperioden. Differansen i egenkapitalen er forklart ved totalresultatet for perioden pluss kapitalbidrag fra aksjeutstedelse minus utbytte betalt i form av penger eller tilbakekjøp av aksjer. Annet fullstendig resultat inkluderer effekter som er knyttet til forbigående effekter som for eksempel valutakursdifferanser. Hidden dirty surplus er elementer som er umulig å finne i selskapets regnskap. Dette kan for eksempel være opsjoner som er innløst under markedsprisen. Selskap kan ha opsjoner som en del av et bonusprogram. Ved at utvalgte personer har tilgang til å kjøpe aksjer under markedsprisen vil føre til et tap for eksisterende aksjonærer og inngår som et element i dirty surplus, på grunn av denne effekten er ikke oppført noen steder i regnskapet (Penman, 2013, s. 268).

Totalresultatet = årsresultat + annet fullstendig resultat + hidden dirty surplus

Figuren nedenfor viser hva totalresultatet til SalMar er over perioden.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Est. 2021
Egenkapital per 01.01 konsern	**5 076 654**	**5 147 355**	**6 598 401**	**7 580 059**	**9 048 113**	**9 007 709**	**9 851 016**
+ Årsresultat til konsern	1 103 289	2 637 079	2 273 983	3 568 413	2 488 035	1 979 018	2 437 854
+ Annet fullstending resultat	63 180	-95 865	33 768	-730	26 409	185 121	37 833
+ Dirty surplus	24 231	31 029	21 697	38 729	38 149	149 042	32 183
=Totalresultat til konsern	1 190 700	2 572 243	2 329 448	3 606 412	2 552 593	2 313 181	2 507 870
- Betalt utbytte til konsern	1 120 000	1 121 199	1 347 788	2 138 356	2 592 997	1 459 874	568 886
= Egenkapital per 31.12 konsern	**5 147 355**	**6 598 401**	**7 580 059**	**9 048 113**	**9 007 709**	**9 851 016**	**11 790 000**

Tabell 15: Egenkapitaltransaksjoner

Annet fullstendig resultat (AFR) kan videre splittes inn i driftsrelatert AFR + finansielt AFR. For å klare å fordele inntekter og kostnader til nevnte elementene, må man undersøke i notene, for å finne opprinnelsen. Verdiendring på valutaterminkontrakter anses som driftsrelatert, sammen med omregningsdifferanser fra tilknyttede selskaper.

I likhet med AFR kan dirty surplus (DS) deles inn i driftsrelatert DS + finansielt DS. Opsjoner tildelt til ansatte anses som driftsrelatert DS, da dette kan knyttes opp mot lønnskostnader. Endring i ikke-kontrollerende eierinteresser vurderes til å være finansielt DS. I 2020 reduserte SalMar beholdningen sin i Icelandic Salomon, som medførte en gevinst på over 100 millioner.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsrelatert AFR	63 180	-95 865	33 768	-730	26 409	185 121	37 833
Finansielt AFR	0	0	0	0	0	0	0
Annet fullestendig resultat	63 180	-95 865	33 768	-730	26 409	185 121	37 833
Driftsrelatert DS	24 231	31 029	25 697	43 709	46 176	39 264	32 183
Finansielt DS	0	0	-4 000	-4 980	-8 027	109 778	0
Dirty surplus	24 231	31 029	21 697	38 729	38 149	149 042	32 183

Tabell 16: Annet fullstendig resultat og dirty surplus

6.2.2 Omgruppering av resultatregnskapet

Vi skal utføre en omgruppering av resultatregnskapet ved å dele opp elementene inn i driftsrelatert og finansielle inntekter og kostnader. Det vanlige resultatregnskapet et selskap rapporterer inkluderer ikke totalresultatet som inneholder AFR og DS. Omgruppering av resultatregnskapet innarbeider disse postene fra oversikt over egenkapitaltransaksjonene. Det vil være viktig fra et analytiker sitt perspektiv å forstå avkastningen selskapet skaper ved å utføre transaksjoner med sine kunder. Dette gjøres ved å skille ut inntekter som kommer fra driften, driftsrelaterte inntekter (Penman, 2013, s.303).

Omgruppering av resultatregnskapet	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Est. 2021
Driftsinntekter	7 326 202	9 029 814	10 817 238	11 342 554	12 237 589	12 912 342	13 214 240
Inntekt på investering i tilknyttet selskap	40 242	286 844	208 941	252 933	118 655	42 208	158 304
Driftskostnader	5 882 395	5 944 212	8 025 026	7 035 912	9 202 988	10 084 373	9 980 458
Sum driftsrelaterte inntekter før skatt	1 484 049	3 372 446	3 001 153	4 559 575	3 153 256	2 870 177	3 392 086
Netto finanskostnad	100 362	30 366	144 953	107 007	-5 108	298 531	159 703
Selskapsskatt	27 %	25 %	24 %	23 %	22 %	22 %	22 %
Skattefordel	27 098	7 592	34 789	24 612	-1 124	65 677	35 135
Skattekostnad	254 891	691 090	558 402	873 343	613 877	563 355	767 165
Skatt på driftsrelatert inntekt	281 989	698 682	593 191	897 955	612 753	629 032	802 300
Driftsrelaterte inntekter etter skatt	1 202 060	2 673 765	2 407 962	3 661 620	2 540 503	2 241 145	2 589 787
Driftsrelatert dirty surplus	24 231	31 029	25 697	43 709	46 176	39 264	32 183
Driftsrelatert annet fullstendig resultat	63 180	-95 865	33 768	-730	26 409	185 121	37 833
Sum driftsrelaterte inntekter etter skatt	1 289 471	2 608 929	2 467 427	3 704 599	2 613 088	2 465 530	2 659 803
Netto finanskostnad før skatt	100 362	30 366	144 953	107 007	-5 108	298 531	159 703
Skattefordel	27 098	7 592	34 789	24 612	-1 124	65 677	35 135
Netto finanskostnad etter skatt	73 264	22 775	110 164	82 395	-3 984	232 854	124 568
Finansrelatert Dirty Surplus	0	0	-4 000	-4 980	-8 027	109 778	0
Finansrelatert annet fullstendig resultat	0	0	0	0	0	0	0
-Ikke-kontrollerende eierinteresser	25 506	13 910	23 816	10 812	56 452	29 272	27 364
Totalresultat	**1 190 701**	**2 572 244**	**2 329 447**	**3 606 412**	**2 552 593**	**2 313 182**	**2 507 871**

Tabell 17: Omgruppert resultatregnskap

6.2.3 Allokering av skatt

Både driftsrelatert resultat og netto finansiell kostnad er etter skatt. Driftsinntekter og kostnader er ikke kontantstrømmer, men verdier inn og ut av selskapet oppført etter regnskapsprinsipper. En utfordring som man må ta hensyn til ved omformulering av resultatregnskapet er skatt. I resultatregnskapet er det kun rapportert et tall, men vi vil finne driftsrelaterte inntekter etter skatt og netto finansielle kostnader etter skatt. Vi må dermed allokere skatten til henholdsvis driftsrelaterte inntekter og finanskostnader. På grunn av at selskapet har netto finanskostnad (ikke i 2019), vil SalMar betale mindre skatt enn dersom de ikke hadde noe gjeld.

Med den forutsetningen at finansieringsaktiviteter ikke er verdiskapende, må vi derfor allokere mer skatt til driftsrelaterte inntekter. I 2021 får SalMar en skattekostnad allokert til driften på ca. 800 millioner, noe som er høyere enn den virkelige skattekostnaden. Penman (2013) argumenterer for å bruke skattesatsen som er satt av myndighetene. Satsene er derfor hentet fra myndighetens nettsider (regjeringen.no).

Omgruppering av resultatregnskapet	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Est. 2021
Netto finanskostnad	100 362	30 366	144 953	107 007	-5 108	298 531	159 703
Selskapsskatt	27 %	25 %	24 %	23 %	22 %	22 %	22 %
Skattefordel	27 098	7 592	34 789	24 612	-1 124	65 677	35 135
Skattekostnad	254 891	691 090	558 402	873 343	613 877	563 355	767 165
Skatt på driftsrelatert inntekt	281 989	698 682	593 191	897 955	612 753	629 032	802 300

Tabell 18: Allokering av skatt

6.2.4 Omgruppering av normal og unormale poster

Når vi skal utarbeide prognoser vil inntjening som er midlertidige og en-gangstilfeller, trolig ikke gjenta seg i fremtiden. Det er derfor viktig å skille de varige resultatelementene fra de midlertidige. Inntjening som gjentar seg i fremtiden og vokser, blir kalt bærekraftige inntjening eller normale. Inntjening som er midlertidige blir heretter kalt unormal inntjening. Det er de normale inntjeningene som er grunnlaget for veksten for selskapet i fremtiden og derfor viktig å identifisere disse. Det normale driftsresultatet vil være best egnet når en skal predikere selskapets videre utvikling, ettersom det ekskluderer enkelthendelser som kan påvirke resultatet. Dette vil medføre at tallene i regnskapsanalysen bli mer reliable.

Driftsrelaterte resultat = normalt driftsrelatert resultat + unormalt driftsrelatert resultat

Omgruppering av resultatregnskapet	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Est. 2021
Normale driftsrelaterte inntekter							
Driftsinntekter fra salg	7 326 202	9 029 814	10 817 238	11 342 554	12 237 589	12 912 342	13 214 240
Andre normale inntekter	40 242	286 844	208 941	252 933	118 655	42 208	158 304
Driftskostnader	5 908 158	6 598 167	7 651 085	7 881 743	9 168 351	9 873 720	10 163 906
Sum driftrelatert inntekt før skatt	1 458 286	2 718 491	3 375 094	3 713 744	3 187 893	3 080 830	3 208 638
Skatt							
Skattekostnad	254 891	691 090	558 402	873 343	613 877	563 355	767 165
skattefordel fra finansresultat	27 098	7 592	34 789	24 612	-1 124	65 677	35 135
Skatt til virkelig verdi	10 782	163 489	-88 804	194 541	-7 259	-39 497	40 359
Skatt nedskrivning	3 826	0	942	0	361	6 847	0
+Normalt driftsrelatert dirty surplus	24 231	31 029	25 697	43 709	46 176	39 264	32 183
=Normalt drfftresultat etter skatt	1 207 484	2 214 327	2 717 854	3 054 040	2 613 696	2 444 719	2 478 880
Unormale driftsrelaterte inntekter							
Virkelig verdijustering	39 932	653 955	-370 015	845 831	-32 995	-179 532	183 449
Skatt til virkelig verdi	10 782	163 489	-88 804	194 541	-7 259	-39 497	40 359
= virkelig verdi etter skatt	29 150	490 466	-281 211	651 290	-25 736	-140 035	143 090
Nedskrivning	14 169	0	3 926	0	1 642	31 121	0
Skatt nedskrivning	3 826	0	942	0	361	6 847	0
Nedskrivning etter skatt	10 343	0	4 868	0	2 003	37 968	0
Driftsrelatert annet fullstendig resultat	63 180	-95 865	33 768	-730	26 409	185 121	37 833
=unormalt driftsrelatert resultat etter skatt	81 987	394 601	-252 312	650 560	-1 330	7 118	180 923
Normale finansrelaterte poster							
Renteinntekt	3 477	5 014	11 109	10 964	12 465	10 264	12 780
Rentekostnad	98 780	106 328	106 961	116 101	170 190	149 854	172 483
Netto rentekostnad	95 303	101 314	95 852	105 137	157 725	139 590	159 703
Skattefordel normalt finansresultat	25 732	25 329	23 004	24 182	34 700	30 710	35 135
Normal finansresultat etter skatt	69 571	75 986	72 848	80 955	123 026	108 880	124 568
Unormal finansrelaterte poster							
Finansinntekt	685	78 142	0	34 347	236 926	1 321	
Finanskostnad	5 744	7 193	49 100	36 218	74 093	160 261	
Netto finanskostnad	5 059	-70 949	49 100	1 871	-162 833	158 940	0
Skattefordel finanskostnad	1 366	-17 737	11 784	430	-35 823	34 967	0
Unormalt finansresultat etter skatt	3 693	-53 212	37 316	1 441	-127 010	123 973	0
+unormalt finansielt dirty surplus	0	0	-4 000	-4 980	-8 027	109 778	0
Total unormalt finansresultat etter skatt	3 693	-53 212	41 316	6 421	-118 983	14 195	0
Ikke-kontrollerende eierinteresser	25 506	13 910	23 816	10 812	56 452	29 272	27 364
Totalresultat	1 190 701	2 572 245	2 329 448	3 606 411	2 552 593	2 313 181	2 507 871

Tabell 19: Normale og unormale poster

Nedenfor vil jeg kommentere og begrunne hvilke poster som jeg kategoriserer som unormale poster:

- *Nedskrivning*: selskapet er pålagt til å følge IAS 36 regnskapsstandarden om verdifall når det gjelder nedskrivning av eiendeler. Foretaket må foreta en nedskrivning av eiendeler som oppstår ved uventede verdifall og derfor vurderes til å være en unormal post.
- *Virkelig verdijustering*: denne posten inneholder justering av verdien av SalMar sin biomasse og andre kontrakter. Fisken som oppholder seg i merdene verdsettes til virkelig verdi, beregnet ut fra salgspris basert på forwardpriser fra Fish Pool (NTS, 2019). Markedsprisen på fisk har historisk vist seg vanskelig å predikere, samtidig inneholder den relativt store svingninger fra periode til periode og mellom sesong og sesong. Prisen vil i tillegg bli påvirket av størrelsen og kvaliteten på fisken, samt tidspunkt for slakting som er avhengig av den biologiske utviklingen (SalMar, 2020, s. 94).
- *Finansinntekt og finanskostnad*: dette er en post som inneholder valutaeffekter og gevinst eller tap ved salg av tilknyttet selskap. Disse elementene inneholder store differanser og er relativt uforutsigbare
- *Annet fullstendig resultat*: denne posten er vanskelig å predikere og knytter seg til ulike valutakontrakter og andre inntekters som ikke er spesifisert i notene. Denne posten vil derfor vurderes til å være unormal. I mangel om detaljert informasjon, vil jeg anta at skattekostnaden på unormale poster er lik selskapets marginalskattesats.

Normalt driftsrelatert resultat kan videre brytes ned i to ulike grupper: normalt driftsresultat fra salg + normalt annet driftsresultat.

Normale driftsrelaterte poster	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Est. 2021
=Normalt drfftresultat etter skatt	1 207 484	2 214 327	2 717 854	3 054 040	2 613 696	2 444 719	2 478 880
Andre normale driftsrelaterte inntekter	40 242	286 844	208 941	252 933	118 655	42 208	158 304
skattesats	27 %	25 %	24 %	23 %	22 %	22 %	22 %
Skatt andre normale driftsrelaterte inntker	10 865	71 711	50 146	58 175	26 104	9 286	34 827
Andre normale driftsrelaterte inntekter etter skatt	29 377	215 133	158 795	194 758	92 551	32 922	123 477
Normalt driftsrelatert dirty surplus etter skatt	24 231	31 029	21 697	38 729	38 149	39 264	32 183
Normalt driftresultat etter skatt fra salg	1 153 877	1 968 165	2 537 362	2 820 552	2 482 996	2 372 532	2 323 220

Tabell 20: Normalt resultat etter skatt fra salg

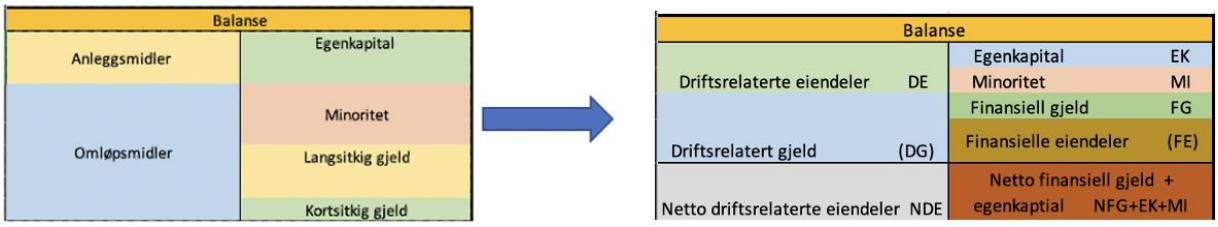
Ved å trekke ut elementene andre normale driftsrelaterte inntekter og normalt driftsrelatert surplus og allokere skatt, får vi normalt driftsresultat etter skatt fra salg. Andre normale driftsrelaterte inntekter er inntekter som kommer fra tilknyttede selskaper.

6.3 Omgruppering av balansen

For å få frem de verdigenererende aktivitetene og gjøre regnskapene mer investororientert, må vi omgruppere balansen. Balansen lister opp selskapets eiendeler og gjeld som er arrangert etter kort og langsikt. Dette gjør balansen kreditorfokusert, men for å gjøre det mer investororientert vil det være hensiktsmessig å omgruppere det inn driftsrelaterte- og finansielle eiendeler og driftsrelatert- og finansiell gjeld.

Alle eiendeler på et selskap sin balanse kan kategoriseres inn i to kategorier: driftsrelaterte- eller finansielle eiendeler. Driftsrelaterte eiendeler er alle eiendeler som selskapet trenger for å produsere varen eller tjenesten. Eksempler på dette er: varelager, kundefordringer, maskiner, fabrikker og goodwill. Driftsrelatert gjeld er forpliktelser selskapet har som er knyttet til de driftsrelaterte aktivitetene. Eksempler på dette er: leverandørgjeld, skyldig lønn og påløpte kostnader. Ved å ta de driftsrelaterte eiendelene og trekke i fra driftsrelatert gjeld, finner vi selskapets netto driftsrelaterte eiendeler (Penman, 2013, s. 241).

De fleste selskap har en høyere andel av finansiell gjeld, enn finansielle eiendeler. Dette vil føre til at selskapet har netto finansiell gjeld. Finansiell gjeld er typisk lån til banken, kassekreditt og obligasjoner som selskapet har utstedt. Finansielle eiendeler er bankdepositum og finansaktiva som aksjer og obligasjoner, som kan lett gjøres om til penger. Selskaper investerer i denne type aktiva for å få en bedre avkastning, enn å bare plassere overskuddslikviditet i en bank. Ved å ta netto operasjonelle eiendeler mins netto finansiell gjeld, finner vi selskapets egenkapital. Figuren under viser hvordan omformuleringen foregår (Penman, 2013, s. 242).



Figur 18: Omgruppering av balansen

6.3.1 Eierandeler i datterselskap

Som tidligere nevnt har SalMar eierinteresser i flere selskap som er inkludert i deres finansregnskap. Disse eiendelene vil noen ganger være utfordrende å klassifisere mellom driftsrelaterte- eller finansielle eiendeler. Dersom et selskap investerer i lett-omsettelige aksjer som er notert på en børs, vil dette anses som finansielle eiendeler. Dette kan være aktiva som et selskap plasserer penger i håp om å få en høyere avkastning. SalMar har derimot eierinteresser i selskaper som har en strategisk funksjon, som har driftsrelaterte assosiasjoner tilknyttet selskapets verdikjede. Disse posisjonene vil derfor vurderes til å være driftsrelaterte eiendeler på grunn av de kan kobles til SalMars sine driftsrelaterte aktiviteter. SalMar har betydelig innflytelse i disse selskapene, samtidig som brorparten av aksjene i selskapene ikke er lett omsettelige.

6.3.2 Den strategiske balansen

En omgruppert balanse gir innsikt inn i hvordan selskapet organiserer sine driftsrelaterte aktiviteter, dette kan også bli kalt den strategiske balansen. SalMar sin strategiske balanse gir oss et innblikk av hvordan driften er finansiert. SalMar sine driftrelaterte eiendeler viser hvilke typer eiendeler selskapet investerer i for å utføre sin driftsrelaterte virksomhet (oppdrett av laks). Driftsrelatert gjeld indikerer hvor mye driftsrelatert kreditt selskapets leverandører tilbyr for å finansiere disse eiendelene. Denne gjelden er ikke finansieringsforpliktelser, på grunn av de oppstår på bakgrunn av selskapets drift, dette betyr at SalMar ikke må utstede finansieringsforpliktelser for sin virksomhet (Penman, 2013, s. 301).

Omgruppering av Balansen	2015	2016	2017	2018	2019	2020	30.06.2021
Netto driftsrelaterte eiendeler							
Driftsrelaterte eiendeler							
Sum immaterielle eiendeler	2 913 542	2 910 796	2 924 975	3 403 951	4 741 932	6 826 230	6 831 000
Sum varige driftsmidler	2 403 772	3 137 522	3 604 770	3 591 490	4 939 621	6 402 795	7 097 000
Sum fordringer	1 073 828	897 852	743 978	919 477	1 069 761	1 024 936	1 100 000
Investeringer i tilknyttet selskap	627 681	908 400	1 023 769	1 188 971	717 819	752 562	986 000
Pensjonsmidler	1 397	1 397	1 397	7 324	1 510	7 217	
Investeringer i aksjer og andeler	289	289	393	394	472	472	
Sum varer	3 634 268	5 221 784	4 394 573	5 765 550	6 189 538	6 669 789	7 416 000
Sum driftsrelaterte eiendeler	**10 654 777**	**13 078 040**	**12 693 855**	**14 877 157**	**17 660 653**	**21 684 001**	**23 430 000**
Driftsrelatert gjeld							
Utsatt skatt	1 230 815	1 495 301	1 362 222	1 541 431	1 757 557	1 828 109	1 992 000
Leverandørgjeld	649 274	1 199 402	1 248 975	1 194 760	1 305 050	2 056 323	3 156 000
Betalbar skatt	292 320	423 223	672 448	690 717	588 455	537 833	
Skyldig offentlige avgifter	153 262	189 136	170 716	300 591	218 923	110 839	
Langsiktig leieforplikelse	381 849	360 556	344 972	329 190	488 871	769 128	793 000
Kortsiktig leieforplikelse	0	0	0	14 604	140 733	164 567	198 000
Sum driftsrelaterte gjeld	**2 707 520**	**3 667 618**	**3 799 333**	**4 071 293**	**4 499 589**	**5 466 799**	**6 139 000**
Netto driftsrelaterte eiendeler	**7 947 257**	**9 410 422**	**8 894 522**	**10 805 864**	**13 161 064**	**16 217 202**	**17 291 000**
Netto finansielle gjeld							
Finansielle eiendeler							
Kontanter og kontantekvivalenter	273 696	273 715	177 098	239 596	230 990	223 447	484 000
Andre fordringer	6 840	49 949	55 284	18 812	94 415	90 747	
Sum finansielle eiendeler	**280 536**	**323 664**	**232 382**	**258 408**	**325 405**	**314 194**	**484 000**
Finansiell gjeld							
Gjeld til kredittinsitusjoner	2 371 338	2 079 001	811 027	689 927	2 751 570	3 677 627	4 709 000
Gjeld til kredittinsitusjoner (kort)	140 421	198 613	243 633	733 584	381 539	1 438 435	
Annen kortsiktig gjeld	488 996	775 622	404 125	500 919	613 258	428 430	190 000
Sum finansiell gjeld	**3 000 755**	**3 053 236**	**1 458 785**	**1 924 430**	**3 746 367**	**5 544 492**	**4 899 000**
Netto finansiell gjeld	**2 720 219**	**2 729 572**	**1 226 403**	**1 666 022**	**3 420 962**	**5 230 298**	**4 415 000**
Egenkapital							
Sum innskutt egenkapital	501 084	529 037	557 610	597 365	645 025	691 947	3 409 000
Sum opptjent egenkapital	4 646 272	6 069 363	7 022 449	8 450 748	8 362 685	9 159 069	8 310 000
Sum egenkapital	**5 147 356**	**6 598 400**	**7 580 059**	**9 048 113**	**9 007 710**	**9 851 016**	**11 719 000**
Ikke-kontrollerende eierinteresser	**79 684**	**82 432**	**88 069**	**91 729**	**732 391**	**1 135 886**	**1 155 000**

Tabell 21: Omgruppering av balansen

Ved utgangen av 2020, hadde SalMar netto finansiell gjeld på litt over 5 200 millioner kr. Denne finansieringsstrategien involverer å ta opp gjeld gjennom belåning. Selskapet har over 21 000 millioner kr i operasjonelle eiendeler for finansiering, med merkbare investeringer i immaterielle eiendeler som konsesjoner og goodwill, i tillegg til varige driftsmidler som bygninger og tomter. Med SalMars strategi knyttet til oppkjøp av andre virksomheter, for å få tilgang til konsesjoner, fører til en betydelig immateriell eiendeler-post i balansen. Selskapet har i 2020, 16 000 millioner kroner i netto driftsrelaterte eiendeler som er finansiert ca. 9 800 millioner kr i egenkapital og ca. 5 200 millioner i netto finansiell gjeld. Gjeld knyttet til leieforpliktelse vurderes som driftsrelatert gjeld. Disse forpliktelsene omfatter kontrakter knyttet til leie av maskiner, båter og anlegg som er nødvendig for at SalMar for utført driftsrelaterte oppgaver. Når vi man skal omgruppere balansen kommer man opp i situasjoner som kan argumenteres for om posten tilhører under den driftsrelaterte- eller finansielle kategorien.

- *Leieforpliktelse:* leieforpliktelse kan klassifiseres både under både driftsrelatert- og finansiell gjeld. Penman (2013) argumenterer for at dette klassifiseres under finansiell gjeld. I notene så blir det opplyst at leieforpliktelsene relateres til maskiner, båter, og bygninger. Dette anses som driftsrelaterte elementer som SalMar benytter seg av for å kunne utføre sin virksomhet.
- *Pensjonsmidler:* Et selskap er pliktig til å betale sine ansatte pensjon, og dermed vurderes denne posten som en del av driften. Dette er en del av de ansattes lønn og betraktes dermed som driftsrelatert eiendel, selv om posten står under finansielle eiendeler i balansen. I første halvår er pensjonsmidler under posten investeringer i tilknyttet selskap, da selskapet ikke oppgir mer presis informasjon i sine kvartalsrapporter.
- *Andre fordringer:* i note 3.7 i årsrapporten blir det opplyst om at dette er en post som inneholder derivatkontrakter. Jeg anser derfor at dette er en finansiell eiendel. Det kan også argumenteres for at denne posten kan være en driftsrelatert eiendel. Bruk av derivatkontrakter kan kobles opp mot driften ved at dette kan brukes som et sikringselement for å oppnå bedre priser. Denne posten er av en størrelse som har svært liten karakter og velger derfor å ikke utrede denne fremstillingen videre.
- *Investering i tilknyttede selskap:* som tidligere nevnt har SalMar eierandeler i andre selskap som er inkludert i selskapets finansregnskap. SalMar har en betydelig eierandel i disse selskapene samtidig som de er tett knyttet opp mot selskapets drift. Selv om disse investeringene er finansielle eiendeler, ville det ha vært ideelt å undersøke finansregnskapet til datterselskapene og fordele morselskapets andeler på henholdsvis driftsrelaterte og finansielle elementer. Ofte vil dette være vanskelig grunnet at datterselskapene ofte ikke er et offentlig selskap (Penman, 2013, s. 296).

6.4 Beregning av fri kontantstrøm

Gjennom den omgrupperingen av resultatregnskapet og balansen, kan vi beregne fri kontantstrøm i form av periodisering av regnskapet. Dette medfører følgende formel:

$$Fri\ kontantstrøm = Driftsrealtert\ resultat - \Delta netto\ driftsrelaterte\ eiendeler$$

Den greske bokstaven delta, Δ, indikerer endringen. Operasjonelle aktiviteter skaper driftsrelatert resultat, og fri kontantstrøm er den delen av dette resultatet som gjenstår etter å ha reinvestert i netto driftsrelaterte eiendeler (Penman, 2013, s. 244).

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Est. 2021
DR etter skatt	1 289 471	2 608 929	2 467 427	3 704 599	2 613 088	2 465 530	2 659 803
Δ Netto driftsrelaterte eiendeler	552 474	1 463 165	-515 900	1 905 415	2 361 014	3 050 431	1 081 015
Fri kontantstrøm	736 997	1 145 764	2 983 327	1 799 184	252 074	-584 901	1 578 788

Tabell 22: Beregning fri kontantstrøm SalMar

Under analyseperioden ser vi at SalMar har investert forholdsvis mye i netto driftsrelaterte eiendeler, som reduserte kontantstrømmer. Dersom selskapet ikke hadde klart å skape positive kontantstrømmer, måtte SalMar finansiere underskuddet i gjeldsmarkedet eller egenkapitalmarkedet.

6.5 Trendanalyse

Trendanalyse uttrykker utviklingen av ulike finansielle nøkkeltall i finansregnskapet. I figuren nedenfor har jeg beregnet utviklingen av ulike nøkkeltall fra et referanseår, som er 2015.

Trend analyse	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Resultatregnskap							
Driftrelatert inntekt		126,47	149,68	157,41	167,74	175,86	179,38
Driftsrelaterte kostnader		101,05	136,42	119,61	156,45	171,43	169,67
Driftrelatert resultat før skatt		227,25	202,23	307,24	212,48	193,40	228,57
Totalt driftrelatert res. etter skatt		202,33	191,35	287,30	202,65	191,20	206,27
Balanse							
Driftrelaterte eiendeler		122,74	119,14	139,63	165,75	203,51	219,90
Driftrelatert gjeld		135,46	140,33	150,37	166,19	201,91	226,74
Netto drifrelaterte eiendeler		118,41	111,92	135,97	165,61	204,06	217,57
Netto finansiell gjed		100,34	45,08	61,25	125,76	192,27	162,30
Egenkapital		128,19	147,26	175,78	175,00	191,38	227,67

Tabell 23: Trendanalyse SalMar

Her utgjør tallene fra 2015 en indeks på 100. Denne analysen gir oss et bilde av hvordan finansregnskapet har utviklet seg over tid. Indeksen av netto driftsrelaterte eiendeler indikerer om selskapet klarer å vokse sine investeringer i driften og til hvilken rate. Figuren viser at SalMar har økt sine driftsrelaterte inntekter med 79 prosent og har klart å doble det totale

driftsrelaterte resultatet etter skatt fra 2015. Vi får også et klarere bilde av hvilke perioder SalMar har klart å vokse mest, hvor i 2018 var et godt år for SalMar.

Vi kan også utføre de samme beregningene og se hvordan SalMar presterer i forhold til bransjen. Figuren nedenfor har jeg valgt 2017 som referanseår.

Trendanalyse Bransje	2017	2018	2019	2020
Resultatregnskap				
Driftrelatert inntekt		100,96	104,48	99,62
Driftsrelaterte kostnader		88,52	100,57	112,07
Driftrelatert resultat før skatt		181,28	116,91	42,57
Totalt driftrelatert res. etter skatt		179,93	114,66	39,09
Balanse				
Driftrelaterte eiendeler		113,56	149,21	159,68
Driftrelatert gjeld		102,22	163,39	154,87
Netto drifrelaterte eiendeler		116,99	145,00	161,82
Netto finansiell gjed		101,20	132,65	224,74
Egenkapital		119,44	156,94	157,19

Trendanalyse SalMar	2017	2018	2019	2020
Resultatregnskap				
Driftrelatert inntekt		105,16	112,06	117,49
Driftsrelaterte kostnader		87,67	114,68	125,66
Driftrelatert resultat før skatt		151,93	105,07	95,64
Totalt driftrelatert res. etter skatt		150,14	105,90	99,92
Balanse				
Driftrelaterte eiendeler		117,20	139,13	170,82
Driftrelatert gjeld		107,16	118,43	143,89
Netto drifrelaterte eiendeler		121,49	147,97	182,33
Netto finansiell gjed		135,85	278,94	426,47
Egenkapital		119,37	118,83	129,96

Tabell 24: Trendanalyse 2017-2020

Vi ser av tabellen at SalMar presterer bedre på brorparten av parameterne i forhold til bransjeutvalget. Selskapet har hatt sterkere utvikling over perioden når det kommer til driftsrelatert resultat og netto driftsrelaterte eiendeler.

6.6 Analyse av lønnsomhet

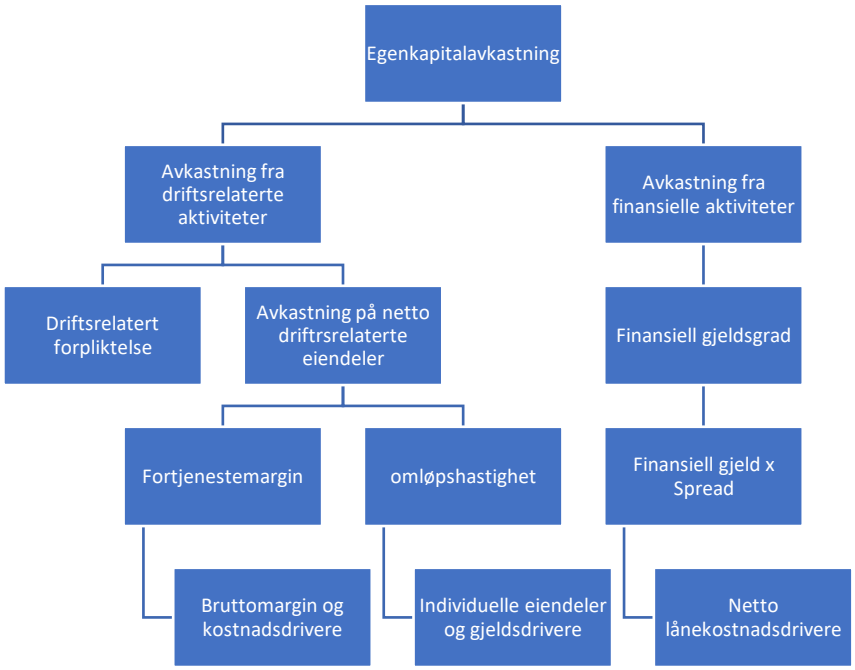
Superprofitt blir bestemt ut fra lønnsomheten til aksjeeiernes investeringer, egenkapitalavkastningen (*ROCE – Return on common equity*) og vekst. Derfor vil fremtidsregnskapet involvere prognostisering av selskapets lønnsomhet og vekst. For å kunne utarbeide prognoser må vi forstå driverne bak selskapets lønnsomhet og vekst. Analysen for driverne bak egenkapitalavkastning blir kalt lønnsomhetsanalyse og analysen av vekst vekstanalyse. Lønnsomhetsanalysen legger til grunn hvordan selskapets lønnsomhet er nå og hva den har vært historisk. På bakgrunn av dette, må vi tilegne oss kunnskap om hva som er driverne bak lønnsomheten (Penman, 2013, s. 364).

Formelen på egenkapitalavkastningen er:

$$Egenkapitalavkastning = \frac{Totalresultat}{Gjennomsnittlig\ egenkapital}$$

Figuren nedenfor viser driverne som påvirker egenkapitalavkastningen. Lønnsomhetsanalysen foregår på tre forskjellige nivåer:

1. Effekten av driftsrelaterte og finansielle aktiviteter
2. Effekten av fortjenestemargin og omsetningshastighet på varer, blir identifisert
3. Driverne bak fortjenestemargin, omløpshastighet og netto lånekostnader



Figur 19: Lønnsomhetsanalyse

På bakgrunn av forutsetningen om at selskapets finansieringsaktiviteter ikke skaper verdi, vil hovedfokuset være rettet mot driftsrelaterte aktiviteter.

Sentrale formler:

$$Egenkapitalavkatning = \frac{Totalresultat}{Gjennomsnttilig\ egenkapital} = \frac{DR - NFK}{NDE - NFG}$$

Videre har vi,

$$Egenkapitalavkastning = \left[\frac{NDE}{EK} \times ANDE\right] - \left[\frac{NFG}{EK} - NLK\right] =$$

SPREAD

$$Egenkapitalavkastning = ANOE + [Finansiell\ gjeldsgrad \times (ANOE - NLK)]$$

DR = Driftsrelatert resultat (etter skatt)

NFK = Netto finansiell kostnader = Netto finansielle kostnader / Netto finansiell gjeld

NDE = Netto driftsrelaterte eiendeler

NFG = Netto finansiell gjeld

EK = Egenkapital

ANDE = Avkastning på netto driftsrelaterte eiendeler = DI / NOE

NLK = Netto lånekostnader = Netto finansielle kostnader /Netto finansielle kostnader

SPREAD = Driftsrelatert spread = ANDE - NLK

FLEV = Gjeldsgrad

Ved å sette tall fra det omgrupperte finansregnskapet får vi følgende resultater

Nøkkeltall	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Est. 2021
ANDE	16,23 %	27,72 %	27,74 %	34,28 %	19,85 %	15,20 %	15,38 %
Finansiell gjeldsgrad	52,85 %	41,37 %	16,18 %	18,41 %	37,98 %	53,09 %	37,67 %
Netto lånekostnader	2,69 %	0,83 %	8,98 %	4,95 %	-0,12 %	4,45 %	2,82 %
SPREAD	13,53 %	26,89 %	18,76 %	29,34 %	19,97 %	10,75 %	12,56 %
EK. Avkastning	23,4 %	38,8 %	30,8 %	39,7 %	27,4 %	20,9 %	20,1 %

Tabell 25: Nøkkeltall SalMar

Som vi ser av figuren over, er det store variasjoner over analyseperioden. Dette kan forklares ved at SalMar og de andre selskapene som opererer i bransjen, er svært eksponert mot utviklingen av lakseprisen. Vi kan også beregne selskapets profittmargin og omløpshastighet, som påvirker selskapets lønnsomhet

Nøkkeltall	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Est. 2021	Gjennomsnitt
Normal Profitmargin	16,5 %	24,5 %	25,1 %	26,9 %	21,3 %	18,9 %	17,6 %	21,5 %
Normal Profitmargin fra salg	15,7 %	21,8 %	23,4 %	24,8 %	20,2 %	18,4 %	16,4 %	20,1 %
Normal Profitmargin fra annen inntekt	0,7 %	2,7 %	1,7 %	2,1 %	1,1 %	0,6 %	1,2 %	1,4 %
Omløpshastighet	0,92	0,96	1,22	1,05	0,93	0,80	0,76	0,95

Tabell 26: Profittmargin SalMar

Profitt marginen forteller oss prosentandelen av salget som resulterer i profitt. I tallene over har jeg beregnet profittmarginen fra driftsrelatert resultat. Ved å analysere marginen nærmere kan man velge å beregne profit marginen med normalt driftsrelatert resultat fra salg og andre inntektskomponenter, og vi får følgende marginer.

Selskapets omløpshastighet (*asset turnover*) indikerer hvor stor del av de netto driftsrelaterte eiendelene som kreves for å skape omsetning. Dette nøkkeltallet måler driftsrelatert effektivitet ved bruk av de driftsrelaterte eiendeler til å skape salg relativt til avkastningskravet (Penman, 2013, s. 506).

Formelen for omløpshastighet er:

$$Omløpshastighet = \frac{Driftsinntekter}{Netto\ driftsrelatere\ eiendeler}$$

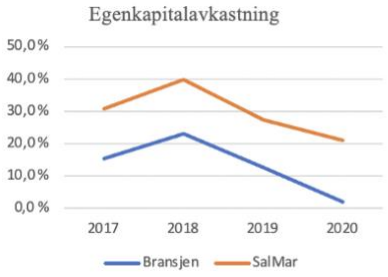
Videre i mine beregninger vil jeg inkludere inntekter fra tilknyttede selskap inn i selskapenes normale driftsinntekter. Eierskapsinteresser er et kjennemerke som finner sted hos alle selskapene i bransjen, hvor selskapene har en betydelig eierinteresse i. Ved å investere i et av oppdrettsselskapene vil man få en indirekte eksponering mot disse selskapene.

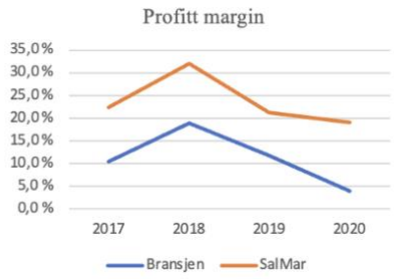
For å kunne si noe om hvordan SalMar presterer, må vi sammenligne prestasjonene mot hvordan bransjen gjør det.

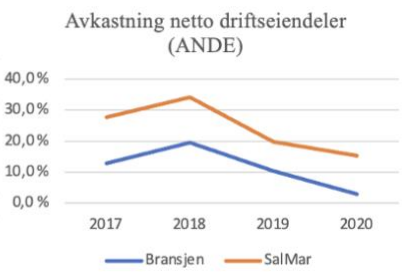
Gjennomsnitt	2017	2018	2019	2020	Gjennomsnitt
ANDE	12,7 %	19,6 %	10,3 %	2,8 %	11,4 %
Finansiell gjeldsgrad	31,6 %	23,7 %	23,2 %	35,8 %	28,6 %
Netto lånekostnader	6,1 %	3,7 %	8,0 %	5,2 %	5,7 %
SPREAD	6,6 %	16,0 %	2,4 %	-2,5 %	5,6 %
EK.avkastning	15,2 %	23,0 %	12,6 %	1,8 %	13,2 %
PM	10,3 %	18,9 %	11,8 %	3,9 %	11,2 %
Omløpshastighet	1,30	1,14	1,01	0,83	1,07
Nøkkeltall SalMar	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**Gjennsomsnitt**
ANDE	27,74 %	34,28 %	19,85 %	15,20 %	24,27 %
Finansiell gjeldsgrad	16,18 %	18,41 %	37,98 %	53,09 %	31,42 %
Netto lånekostnader	8,98 %	4,95 %	-0,12 %	4,45 %	4,57 %
SPREAD	18,76 %	29,34 %	19,97 %	10,75 %	19,70 %
EK. Avkastning	30,8 %	39,7 %	27,4 %	20,9 %	29,70 %
PM	22,4 %	31,9 %	21,1 %	19,0 %	23,63 %
Omløpshastighet	1,22	1,05	0,93	0,80	1,07

Tabell 27: Lønnsomhetsanalyse 2017-2020

Av disse beregningene ser vi at SalMar har historisk prestert bedre enn bransjeutvalget. Selskapet klarer å oppnå en høyere profittmargin og avkastning på egenkapitalen. Dette kan indikere at selskapet produksjonsprosesser er mer effektiv en de andre aktørene i bransjeutvalget.







Som grafene over viser, ser vi at SalMar og oppdrettsbransjen generelt har opplevd redusert lønnsomhet siden toppåret i 2018. En forklaring på denne utviklingen, er økningen i selskapets kostnader, som figur nr. 9 viser. En stor del av selskapets kostnader kommer fra fôr, som brorparten av aktørene må importere. Med en depresiering av den norske kronen over de siste årene, samtidig som økte råvarepriser, påvirker oppdrettsselskapene negativt.

Kapittel 7 Avkastningskrav

I kapittel 7 skal jeg utarbeidet et avkastningskrav som jeg skal bruke i modellene. Avkastningskravet, også nevnt som kapitalkostnad, er avkastningen som en investor forlanger av kompensering for den risikoen han eller hun påtar seg ved å investere i selskapet. Både CAPM (*Capital asset pricing model*) og fundamental analyse av risiko tar sikte på å bestemme hva avkastningskravet bør være for investeringen. I effisiente markeder vil markedsprisen reflektere denne fundamentale risikoen: prisen vil bli satt slik at forventet avkastning av å kjøpe en aksje vil være lik avkastningskravet knyttet til risikoen (Penman, 2013, s. 643).

Aktive investorer prøver å identifisere hendelser der hvor forventet avkastning skiller seg fra avkastningskravet. Forventet avkastning er avkastningen fra å kjøpe en aksje til markedspris. Forventet avkastning vil være lik avkastningskravet bare hvis markedsprisen er effisient.

For å bestemme avkastningskravet til egenkapitalen, vil jeg benytte meg av CAPM modellen. Denne modellen innarbeider tre ulike elementer som utgjør avkastningskravet knyttet til investeringen.

$$r_e = r_f + \beta \, x \, (r_m - r_f)$$

Hvor,

r_e = Egenkapitalkrav

r_f = Risikofri rente

β = Egenkapital beta

$(r_m - r_f)$ = Markedets risiko premie

7.1.1 Markedets risiko premie

Markedets risikopremie er den forventede avkastningen fra å holde alle risikofylte aktiva fratrukket en risikofri aktiva. Porteføljen av alle risikofylte aktiva inneholder alt fra aksjer, obligasjoner, eiendom, menneskelig kapital osv. Markedets risikopremie for SalMar beskriver derfor den økte avkastningen man krever for å investere i aksjer på Oslo Børs, og er meravkastningen en investor får kontra å plassere kapital i risikofrie investeringer (Penman, 2013, s. 107)

PWC (2020) sammen med Norges Finansanalytikerforening, gjennomfører undersøkelser som kartlegger risikopremien i det norske markedet. Formålet med undersøkelsen er å gi et innblikk i norske aktørers oppfatning av størrelsen på markedsrisikopremien. Resultatet fra undersøkelsen viser at markedets risikopremie er på 5%. Denne risikopremien har ligget stabilt på rundt 5 % siden 2012.

7.1.2 Beta koeffisient

Betaverdien måler sensitiviteten i avkastningen av en aksje i forhold til markedet. Dette vil si at betaverdien måler hvordan prisen på investeringen beveger seg når prisen på hele markedet beveger seg. Det mest ideelle for en investor ville ha vært å måle selskapets fremtidige betaverdi, som uttrykker hvor sensitiv vil dens fremtidige avkastning være relativt til markedets risiko. I praksis må vi beregne beta koeffisienten basert på historisk sensitivitet. Denne fremgangsmåten er fornuftig dersom betaverdien er stabil over tid, noe som er viser seg å være riktig for mange selskaper (Berk & DeMarzo, 2017, s. 445). Formelen for beta er:

$$\beta = \frac{Kov\ (r,\ r_m)}{Var(r_m)}$$

Hvor,

Kov = Kovarians

Var = Varians

7.1.3 Kovarians

Kovariansen er et statistisk mål som viser hvor mye to stokastiske variabler beveger seg i takt. I formelen for utregning av beta, måler vi sivningene til en aksje og markedet. Beta måler følsomheten, men ettersom den er standardisert av variansen av markedet, skaleres den slik at

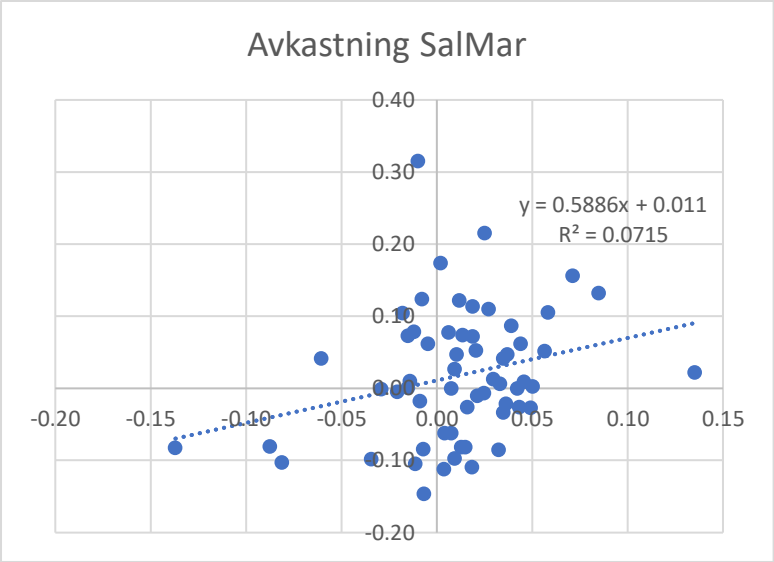
markedet som helhet har en betaverdi på 1.0 (Bøhren, Michalsen & Norli, 2017). Med en betaverdi på over 1.0 vil det føre til at prisen på en aksje stiger mer enn markedet hvis det stiger, og vil synke mer hvis markedet faller (Penman, 2013, s. 107). Med andre ord, korrelasjonskoeffisienten måler i hvilken grad avkastningen til aksjen og markedet sin avkastning beveger seg i samme retning, altså korrelerer.

Dersom det ikke er noen sammenheng mellom avkastningen til en aksje og avkastningen i hele markedet, vil kovariansen og betaverdien være lik null. Jo mer aksjen sin avkastning tenderer å gå i motsatt retning av markedet, jo lavere vil korrelasjonen og betaverdien være. En korrelasjonskoeffisient kan variere mellom -1 (perfekt negativ samvariasjon), via 0 (ingen samvariasjon), til +1 (perfekt samvariasjon). Samvariasjon skyldes at aksjen og markedsporteføljen er utsatt for de samme risikokildene (Bøhren & Gjærum, 2016, s. 368).

7.1.4 Varians

Variansen i nevneren i formelen viser risikoen til markedsporteføljen, som er den best mulig diversifiserte porteføljen. Denne risikoen skylden systematisk risikokilder. Systematiske risikokilder er den usikkerheten som ikke forsvinner og ikke går an å diversifisere bort i en portefølje. Eksempler på slik risiko er konjunkturer, inflasjon og klimaendringer. Usystematisk risiko er usikkerheten som forsvinner når aksjen inngår i en markedsportefølje. Dette er risiko som retter seg mot det spesifikke selskapet eller bransjen. Eksempler på usystematisk risiko er driftsrelatert risiko og bransjerisiko (Bøhren & Gjærum, 2016, s. 362).

Som en markedsportefølje har jeg brukt historisk avkastning til OSEBX, som er indeksen til Oslo Børs bestående av 69 aksjer hvor olje og gass-sektoren er den største. Datagrunnlaget er hentet fra Euronext sine nettsider og inneholder månedlige observasjoner av aksjekurser av SalMar, OSEBX og bransjeutvalget. Første observasjon er 01.08.2016 og siste er 01.08.2021. Berk og DeMarzo (2017) uttrykker at det er relevant å bruke historiske data som strekker seg mellom to og fem år.



Figur 20: Regresjonsanalyse SalMar og OSEBX

I figur 20 har jeg utført regresjonsanalyse av SalMar og OSEBX, hvor X-aksen viser avkastningen til Oslo Børs og Y-Aksen viser avkastningen i SalMar. Ved å anvende formelen som nevnt tidligere, finner vi ut at SalMar sin betaverdi er 0,59.

Undersøkelser viser at betaverdien tenderer å trekke mot 1.0 over tid og det vil derfor være rasjonelt å bruke justert beta (Berk & DeMarzo, 2017, s. 471). Formelen for justert beta er

$$Justert\ beta = \frac{2}{3}\beta + \frac{1}{3} \quad (1.0)$$

	OSEBX	SalMar	Mowi	Lerøy	Bakkafrost	NRS	Grieg
Gjennomsnittlig avkastning per mnd	1,1 %	1,8 %	1,0 %	1,5 %	1,7 %	1,3 %	1,3 %
Årlig avkastning gjennomsnitllig	14 %	21 %	12 %	18 %	21 %	16 %	15 %
Varians	0,00165875	0,0080388	0,0046842	0,0069437	0,0066161	0,0122354	0,0108898
Standardavvik per mnd	4 %	9 %	7 %	8 %	8 %	11 %	10 %
Varians årlig	2 %	10 %	6 %	8 %	8 %	15 %	13 %
Årlig standardavvik	14,11 %	31,06 %	23,71 %	28,87 %	28,18 %	38,32 %	36,15 %
Kovarians		0,0009764	0,0015258	0,0014334	0,001225	0,0007415	0,0016358
Beta		**0,59**	**0,33**	**0,21**	**0,19**	**0,06**	**0,15**
Justert beta		**0,73**	**0,55**	**0,47**	**0,46**	**0,37**	**0,43**

Tabell 28: Beregning av betaverdier

7.1.5 Risikofri rente

Den risikofrie renten i CAPM-modellen samsvarer med den risikofrie renten som en investor kan både låne og oppbevare pengene sine til. Vi kan igjen utvide CAPM-modellen til å tillate å bruke ulik tidshorisont, og den risikofrie renten bør samsvare med en «gjennomsnittlig» investeringshorisont (Berk & DeMarzo, 2017, s. 443). Vanligvis bestemmes den risikofrie renten ut fra renten på en 10-årig statsobligasjon.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Gjennomsnitt
10-årig statsobligasjon	1,07 %	1,62 %	1,77 %	1,15 %	0,69 %	1,47 %	1,30 %

Tabell 29: 10-årig statsobligasjon (Norges Bank, 2021)

Beregning av avkastningskrav for egenkapital til SalMar
Ved bruk av CAPM-modellen vil utregningen for avkastningskravet for egenkapitalen bli

$$r_e = 1{,}3\% + 0{,}73 \text{ x } (5{,}0\%) \; = \; 4{,}95\ \%$$

7.2 WACC

WACC (*weighted-average cost of capital*) er selskapets gjennomsnittlige kapitalkostnad. Selskaper kan finansiere seg ved bruk av egenkapital og gjeld, som gjør at vi vil finne det gjennomsnittlige avkastningskravet for et selskap. Formelen for å finne avkastningskravet til totalkapitalen er:

$$WACC \; = \; \frac{EK}{EK \; + \; G} \; x \; r_e \; + \; \frac{G}{EK \; + \; G} \; x \; r_d$$

Formålet til WACC er å bestemme kostnaden for hver del av selskapets kapitalstruktur basert på andel egenkapital og gjeld. Hver komponent har en kostnad for selskapet. Selskapet betaler en rente til sine kreditorer og avkastning til aksjeeiere i form av utbytte eller tilbakekjøp av egne aksjer (Corporate finance institute, 2021). Avkastningskravet til totalkapitalen gjør at vi kan diskontere fremtidige kontantstrømmer tilbake til en nåverdi.

Vi har regnet ut avkastningskravet til egenkapitalen, og skal nå undersøke avkastningskravet til kreditorene. Avkastningskravet til kreditorer er en gjennomsnittlig beregning av alle komponentene av netto finansiell gjeld (Penman, 2013, s. 447).

SalMar operer med en flytende rente på sin gjeld, noe som gjør at rentekostnaden endrer seg i takt med endring av rentenivået. I 2021 tok SalMar opp et usikret grønt obligasjonslån på 3,5 milliarder MNOK. Lånet har en rente på 3 måneders NIBOR + 1,35 % rente. I august 2021 var NIBOR renten på 0,43 % som medfører en total rentekostnad på 1,8 % på lånet. (SSB, 2021).

Vi må trekke ut kontanter og kontantekvivalenter fra gjelden. Kontanter representerer en risikofri eiendel i selskapets balanse som reduserer selskapets gjennomsnittlige risiko. Vi er interessert i å finne risikoen knyttet til selskapets underliggende drift (Berk & DeMarzo, 2017, s. 455). Vi må også justere kostnaden slik at vi finner rentekostnad etter skatt (Penman, 2013 s. 447) og får dermed følgende utregning:

$$r_d = Nominellgjeldskostnad \text{ x } (1 - skattesats)$$

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Grønn obl.	Gjennomsnitt
Rentekostnad	98 780	106 328	106 961	116 101	170 190	149 854	172 483		
Retekostnad etter skatt	72 109	79 746	81 290	89 398	132 748	116 886	134 537		
Rentebærende gjeld	2 619 509	2 364 052	1 222 533	1 527 708	2 902 120	4 892 615	4 415 200		
Rente	2,8 %	3,4 %	6,6 %	5,9 %	4,6 %	2,4 %	3,0 %	1,8 %	3,8 %

Figur 21: beregning av avkastningskrav til gjeld

Som tidligere nevnt, førte Covid-19 til at Norges Bank med å sette ned styringsrenten til rekordlave 0 % i 2020. Dette påvirker finansmarkedene og SalMar ved at de får reduserte rentekostnader når de har flytende rente på sine lån, noe som figuren ovenfor viser. Jeg vil bruke et gjennomsnittet i analyseperioden som avkastningskrav til gjelden, på grunn av Norges Bank har indikert at rentebanen vil bli hevet fremover. Mine beregninger har ført til et avkastningskrav på gjelden på 3,8 %.

Det vi mangler i WACC formelen, er markedsverdien av egenkapitalen. Verdien av egenkapitalen finner vi ved å multiplisere antall utstående aksjer med aksjekursen. Aksjekursen til SalMar 31.08.2021 var 582,80 kr.

$$Markedsverdi\ EK = Antall\ utestående\ aksjer\ x\ aksjepris$$

Per 30/06.2021, som er datoen for 2.kvartalsrapport hadde selskapet 117 799 999 utestående aksjer. Markedsverdien av egenkapitalen til SalMar utgjør dermed 68 653 millioner kr. For å estimere markedsverdien av gjelden, legger jeg til grunn forutsetningen om at gjeld i balansen er målt til virkelig verdi, noe som utgjør 11 038 millioner kroner. Jeg drøftet dette under forutsetningene jeg la til grunn.

Ved å sette inn alle faktorene inn i WACC formelen, får vi et avkastningskrav til totalkapitalen på 4,8 %.

Antall utstedet aksjer	117 799 999
Pris per aksje 31/8	582,80
Markedsverdi av EK	**68 653 839 417**
Andel EK	86,15 %
Gjeld 30/6	**11 038 000 000**
Andel Gjeld	13,85 %
Totalkapital	**79 691 839 417**
Avkasntingskrav EK	4,95 %
Avkastningskrav Gjeld	3,8 %
Avkastningskrav TK	4,8 %

Tabell 30: Avkastningskrav

7.3 Fremtidskrav

Aksjemarkedet representerer fremtidig inntjening som neddiskonteres til en nåverdi. Det kan derfor argumenteres for at historiske tall ikke gir representativt anslag når man skal beregne et avkastningskrav. I skrivende stund (01. november 2021), ligger den norske 10-årige statsobligasjonen på 1,7 % noe som er vesentlig høyere enn det som er brukt i min tidligere beregning for avkastningskravet (Tradingeconomics, 2021). Ved å bruke en risikofri rente på 1,7 % ville det gitt følgende avkastningskrav:

$$r_e = 1{,}7\% + 0{,}73\ x\ (5{,}0\%)\ =\ 5{,}35\ \%$$

For å utbre kompetansehorisonten om fremtidig risikofri rente, argumenterer Berntsen og Sættem for å bruke en rente på mellom 2 – 2,5% (Berntsen & Sættem, 2021). Derfor velge vil jeg legge til grunn en risikofri rente på 2,5 % som gir følgende avkastningskrav:

$$r_e = 2{,}5\% + 0{,}73\ x\ (5{,}0\%)\ =\ 6{,}15\ \%$$

Setter vi inn de nye verdiene inn i WACC-formelen gir det et avkastningskrav til totalkapitalen på 5,8 %. I tabellen nedenfor jeg jeg regnet ut de ulike avkastningskravene.

Antall utstedet aksjer	117 799 999
Pris per aksje 31/8	582,80
Markedsverdi av EK	**68 653 839 417**
Andel EK	86,15 %
Gjeld 30/6	**11 038 000 000**
Andel Gjeld	13,85 %
Totalkapital	**79 691 839 417**
Avkasntingskrav EK	6,15 %
Avkastningskrav Gjeld	3,8 %
Avkastningskrav TK	5,8 %

Tabell 31: Avkastningskrav fremtiden

Jeg har valgt å holde avkastningskravet til gjelden lik det historiske kravet. Dette valget har jeg tatt på bakgrunnen av denne verdien er beregnet ut fra historiske tall, da rentekostnaden var høyere. Ved å bruke disse verdiene som avkastningskrav vil jeg argumentere for vil gi en mer relevant verdi, nettopp på bakgrunn av den spesielle situasjonen pandemien medførte. I tillegg til at Norges Bank har signalisert en stigende rentebane som betyr ved alt annet like, resultere i et høyere avkastningskrav.

Kapittel 8 Prognostisering og verdivurdering

I dette kapittelet skal jeg ta utarbeide prognoser som vil være grunnlag for verdivurderingen. Som tidligere nevnt, er det viktig å ikke blande spekulasjon inn med fakta i analysen. Prognostisering involverer å spekulere i fremtiden, spesielt over en lang tidshorisont. Ved å identifisere selskapets verdidrivere i dag og historisk, kan vi spørre oss selv om hvordan fremtiden vil bli annerledes fra nåværende forhold. Kapittelet vil også inneholde multiplikatormodell og sensitivitetsanalyse.

Regnskapsbasert verdsettelses modeller og finansregnskapsanalyse tilbyr en tolkning av selskapets prestasjoner som er vanskelig å tallfeste, som for eksempel: konkurransefortrinn, markedsdominans, rivalisering i bransjen og innovasjonsevne. Markedsmakt forklares ved økt salg og høyere marginer, samtidig som økende konkurranse reduserer lønnsomheten. Teknologien som blir anvendt til å øke salget, påvirker omløpshastigheten hvor salg, profit margin og omløpshastighet er driverne bak selskapets lønnsomhet, som verdsettelsen baserer seg på. Analyse av finansregnskapet tar bort den usikkerheten knyttet til ikke kvantifiserbare fakta, og er med på å hjelpe investorer til å ikke ta avgjørelser basert på følelser (Penman, 2013, s. 506).

Penman (2013) foreslår å fokusere på fire punkter:

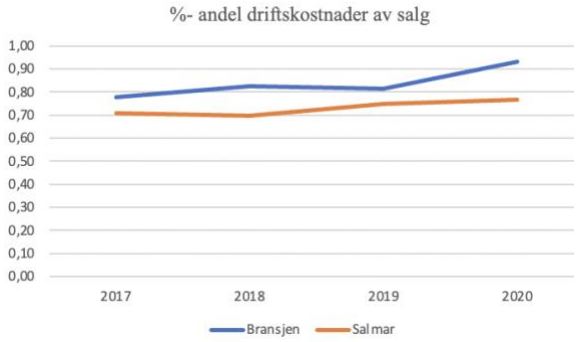
1. Fokusere på superprofitt og driverne bak
2. Fokusere på endring
3. Fokusere på nøkkeldrivere
4. Fokusere på valg vs. betingelser

8.1.1 Fokus på superprofitt

Når vi setter søkelys mot superprofitt, trenger vi ikke å ta hensyn til finansielle poster. Ved å bryte opp formelen for superprofitt, finner vi at driverne bak er avkastning på netto driftsrelaterte eiendeler (ANDE) og vekst i driftsrelaterte eiendeler (DE). Utviklingen av ANDE er fire drivere:

- Salg
- Normal profittmargin fra salg
- Omløpshastighet
- Normal annet driftsrelatert resultat

Som tidligere nevnt vil unormale poster forventet til å være lik null i fremtiden. Salg er den primære driveren fordi uten kunder og inntekter, vil ingen verdi bli skapt i driften. Det vil derfor være helt nødvendig for en investor, å kjenne til selskapets strategi for å kunne prognostisere fremtidig salg. En må ha kunnskap om hva som driver prisen og antall solgte varer. Denne analysen gjorde vi tidligere i oppgaven hvor vi så at laks som en vare, er relativt homogen. En kunde vil ikke smake forskjell på laksen om den blir produsert av den ene eller andre aktøren. Som en hvilken som helst annen vare, påvirkes lakseprisen av tilbud og etterspørsel. Vi har sett at over de siste årene har antall solgt laks økt og økt, uten at det har gjenspeilet seg i prisen. Dette kan brukes som et argument for at sektoren vil ha gode framtidsutsikter, og at laks tilfredsstiller et elementært behov hos et menneske. Samtidig møter laks på en økende trend, hvor det er et økt fokus i samfunnet å ha et sunt kosthold, med lave Co_2-utslipp. Et konkurransefortrinn ved produksjon av et homogent produkt, vil være å produsere varen til minst mulig kostnad. På grafen under, ser vi prosentandelen av driftskostnader relativt til salgsinntekt. SalMar har klart å produsere laks til lavere kostnad enn bransjen, som vil si at selskapet oppnår høyere marginer i en sektor med et homogent produkt.



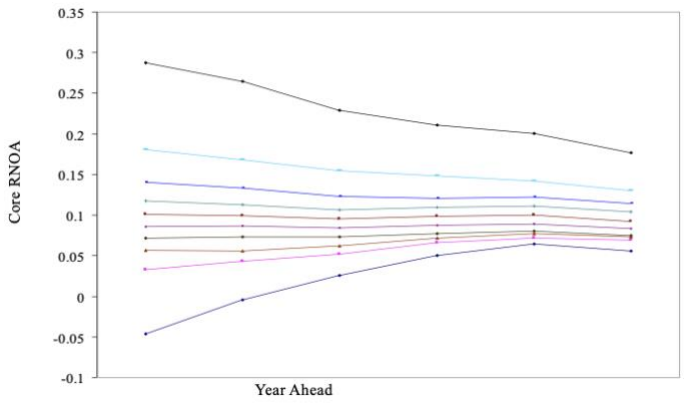
Figur 22:Kostnad SalMar vs. bransjen

8.1.2 Fokus på endring

Vi har sett hvordan SalMar og laksesektoren har gjort det historisk, og Penman (2013) foreslår å analysere endringer i tre steg:

Steg 1- forstå de underliggende driver tendensene i industrien.

Alle verdidriverne tenderer mot en gjennomsnittlig industri normal over tid. Høye verdier på ulike lønnsomhetstall vil bli lavere i fremtiden, og lave verdier tenderer til å øke. Selskaper som konkurrerer mot hverandre i samme industri tenderer til å bli mer lik hverandre over tid, eller blir opphevet. Aktører kan ha midlertidige konkurransefortrinn som skiller de fra de andre aktørene, men markedskreftene og selskapenes evne til å imitere andre selskaper gjør at konkurransefortrinnene forsvinner (Penman, 2013, s. 508). Dette vises på grafen under, hvor Y-aksen er normal ANDE og antall år på X-aksen.



Figur 23: NYSE and AMEX Firms, 1964-1999 (Penman, 2013, s. 509)

Steg 2- tilpass drivermønster for prognoser for endringer for industrien og økonomien. Ved å tilegne seg kunnskap om hvordan sektoren har prestert historisk, er et godt utgangpunkt dersom fremtiden vil være lik fortiden. Dette er ikke alltid tilfelle, som sektoren fikk erfart med pandemien. Et stort kundesegment falt bort i løpet av en kort tid, som førte til at selskapene måtte legge om produksjonen. Vil pandemien føre til at mennesker spiser generelt mindre mat på restaurant og hotell, som er et segment hvor oppdrettsselskapene oppnår

høyere marginer? Hvordan vil konkurransen bli i fremtiden? Vil oppdrett på land være mer effektiv produksjon? Vil laksemarkedet fortsette å øke i samme takt som i fremtiden? Dette er sentrale spørsmål som en investor må ta stilling til, og basere sine fremtiden prognoser på.

Steg 3- forstå hvordan selskapets verdidrivere vil være forskjellig fra industrien. Ved å forstå sektorens typiske drivere, vil den spekulative delen av en verdsettelse bli redusert. Selskaper har særegne egenskaper som gjør at de skiller seg ut fra det typiske industrimønstre. Dette fører til at full-informasjon prognostisering blir gjennomført ved å stille spørsmålet om hvordan selskapets fremtidige drivere vil bli forskjellig fra sektorens typiske mønstre (Penman, 2013, s. 512).

Hovedelementet vil bli å bestemme selskapets avtagende rate i en sektor med konkurranse, og selskapets reaksjon på dette. Som tidligere nevnt, fører konkurranse til avtagende lønnsomhet i en sektor over tid. Selskapet i bransjen kan svare på denne utfordringen ved å utfordre de andre med for eksempel prisreduksjon, innovasjon i produksjon og redusere produksjonskostnader (Penman, 2013, s. 512). I løpet av oppgaven har jeg vist at SalMar klarer å produsere laks til en lavere kostnad enn bransjen, samtidig som de utforsker nye måter å drive lakseoppdrett med Smart Fish Farm. Å forstå de ulike spenningene mellom konkurransekreftene og motsvarene vil være kritisk i å prognostisere den avtagende raten. Mange handlinger som blir utført av selskapene er for å svare på konkurransen fra de andre aktørene, som kun skaper midlertidige fortrinn.

8.1.3 Fokus på nøkkeldrivere

Lønnsomheten til oppdrettsselskapene er svært avhengig av lakseprisutviklingen som blir dannet av tilbud og etterspørsel etter laks i verden. Driftsinntektene til SalMar vil derfor være et resultat av lakseprisen og produksjonsvolum. Som vi har sett tidligere, er lakseprisen svært volatil og vanskelig å predikere. På bakgrunn av dette, vil jeg bruke informasjon fra Fish Pool for å sette en fremtidig pris.

8.1.4 Fokus på valg vs. betingelser

Betingelser i denne sammenhenger referer til eksterne faktorer som påvirker selskapet. Disse faktorene har ikke selskapet noen innflytelse over og som iverksettes av myndighetene, for eksempel: skattesats, konsesjonsutdelinger og offentlige avgifter. Komponenter som pris og konkurransesituasjon i sektoren er også betingelser et selskap må justere seg etter. Faktorer som blir bestemt av valg, retter seg mot selskapets strategi som blir uformet av ledelsen av

selskapet. Ledelsen velger hvilke investeringer som skal gjøres, hvor produksjonsanleggene skal ligg og hvilke allianser som skal inngås. Disse valgene kan også anses som strategier som imøtekommer de betingelsene som blir satt av eksterne aktører

8.2 Full informasjon prognostisering

8.2.1 Tidshorisont

Når en analytiker skal prognostisere selskapets fremtidige inntjening, må man ta stilling til hvor lang tidshorisont en skal benytte. Verdsettelse er usikre estimater som resulterer i økt usikkerhet og spekulasjon desto lenger tidshorisont som ligger til grunn. Dette påvirkes av mange ulike elementer som industri, kvalitet på regnskapstall og usikkerhet. På kort sikt vil verdidriverne være basert på historisk utvikling, men gradvis tendere mot en gjennomsnittlig vekst også kalt *steady state*. Steady state er et tidspunkt i analysen hvor analytikeren går over til en konstant vekstrate. Penman (2013) argumenterer å bruke en steady state rate lik den langsiktige veksten i økonomien. Basert på tall fra IMF vil jeg bruke en vekstrate på 4 % (IMF, 2021).

Som vi så i den strategiske analysen, har laksesektoren økt sin produksjon gradvis over de siste årene. Med nye produksjonsmåter som offshore fiskeoppdrett, kan SalMar vokse videre og potensielt øke sitt volum. Disse nye produksjonsmåtene er i tidlig startfase og det er knyttet usikkerhet om disse vil lykkes. Derfor finner jeg det rasjonelt å ikke tillegge selskapet unormale høye vekstimpulser på bakgrunn av spekulasjonen som vil bli innarbeidet i verdsettelsen.

Jeg vil bruke en prognoseperiode på 5 år og i år 6 går selskapet inn i en steady state med en konstant vekstrate

8.2.2 Driftsinntekter

De viktigste driverne bak SalMars sine driftsinntekter er lakseprisen og produksjonsvolum. Driftsinntektene til SalMar har hatt en gjennomsnittlig vekst på 10,8 % i analyseperioden. SalMar

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Gjennomsnitt
Normale driftsrelaterte inntekter	7 366 444	9 316 658	11 026 179	11 595 487	12 356 244	12 954 550	13 372 544	
Vekstrate		26,5 %	18,3 %	5,2 %	6,6 %	4,8 %	3,2 %	10,8 %

Tabell 32: Utvikling i driftsinntekter

I figuren nedenfor ser vi hvordan produksjonsvolumet til SalMar har utviklet seg over analyseperioden. Tallene fra 2021, er basert på SalMars tall fra kvartalsrapporten i 2.kvartal. 2016 er det eneste nivået hvor selskapet opplevde nedgang i produksjonen, hvor selskapet forklarer dette med utfordringer knyttet til biologi (SalMar, 2017, s. 11). Ved å se på figur nr. 3. kan vi beregne den totale veksten for markedet, som ligger på ca. 3,7 % fra 2010-2020. Dette samsvarer godt med vekstraten til SalMar som har en gjennomsnittlig vekst på 3,2 % fra 2015 til 2021.

SalMar	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Est. 2021	Gjennomsnitt
Produksjonsvolum	150 000	129 600	151 000	159 000	166 200	173 500	177 000	
Vekst i %		-13,6 %	16,5 %	5,3 %	4,5 %	4,4 %	2,0 %	3,2 %

Tabell 33: Vekst i produksjon SalMar. Tall i tonn

8.2.3 Lakseprisen

Lakseprisen er en essensiell faktor når vi skal beregne fremtidig inntjening, da denne påvirker selskapets driftsinntekter som fører til endring i aksjekursen. Som tidligere nevnt, kan laks sammenliknes som en råvare, og konsumentene har ingen preferanser for hvilke aktører som tilbyr fisken. SalMar styres derfor av markedets tilbud og etterspørsel av laks og har derfor ingen påvirkning på lakseprisen. Dette betyr at SalMar må selge laks til markedspris, dersom de ikke bruker futures kontrakter. Fishpool beregner kun forwardprisen frem til og med 2023. På bakgrunn av historisk prisutvikling fra figur 6, har kalkulert med en laksepris på 57 kr per kile på lengre sikt.

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Forwardpris	62,4	59,5	57,0	57,0	57,0

Tabell 34: Forwardpris laks (Fishpool.no, 2021)

Vi har sett at økt produksjonsvekst i markedet har ikke hatt noen virkning på prisen. Det vil derfor være rimelig å anta at det er gode vekstutsikter i sektoren, og at oppdretterne møter et behov etter laks som en alternativ kilde til protein.

I løpet perioden 2015-2021 har SalMar hatt en gjennomsnittlig vekstrate på over 10 % i driftsinntekter, hvor 2020 og deler av 2021 har blitt påvirket av pandemien. Dersom vi antar at verdenssamfunnet tenderer tilbake til normalen, med vekst i hotell, restaurant og catering segmentet, kan vi legge til økte vekstrater enn fra de to siste årene. Jeg vil derfor benytte meg av følgende prognoser for driftsinntekter før SalMar når steady state på 4 %.

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Driftsinntekter t-1		13 214 240	14 271 379	15 270 376	16 186 598	16 995 928
Vekstrate		8,0 %	7,0 %	6,0 %	5,0 %	4,0 %
Driftsinntekter t		14 271 379	15 270 376	16 186 598	16 995 928	17 675 765

Tabell 35: Vekst i driftsinntekter

8.2.4 Netto driftseiendeler

Vi har tidligere beregnet den historiske omløpshastigheten hos SalMar (tabell 27). Dette nøkkeltallet forteller oss hvor effektivt selskapet klarer å utnytte sin kapital. Et stigende tall indikerer bedre utnyttelse av kapitalen. Det beregnede gjennomsnittet i perioden 2015 til 2021 er 0,95, mens bransjen ligger på 1,07 i perioden 2017 – 2020. Med den tankegangen at bransjen beveger seg mot et gjennomsnittlig normal, kan det argumenteres for at SalMar vil øke sin omløpshastighet, mens bransjen vil redusere sin. Jeg vil derfor benytte meg av en verdi på 1,0.

8.2.5 Profittmargin

I løpet av de siste årene har SalMar klart å drive lakseoppdrett mer effektivt enn bransjen. Dette har ført til at selskapet har oppnådd en høyere profittmargin. SalMar har hatt en profittmargin på rundt 20 % mot litt over 10 % for bransjegjennomsnittet. I en sektor hvor det er konkurranse blant aktørene, er det rimelig å tro at SalMar ikke klarer å opprettholde denne marginfordelen i fremtiden. De andre aktørene kan imitere SalMars effektivitet og drift som resulteres i lavere marginer for SalMar og høyere marginer for de andre aktørene. Jeg legger derfor en 15 % profittmargin til grunn i en steady state prognose.

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Normal profittmargin fra salg	16,40 %	18 %	18 %	16 %	16 %	15 %

Tabell 36: Profittmargin

SalMar får også inntektsstrømmer fra selskap som de har eierinteresse i, som også må inkluderes i verdsettelsen. Det er store avvik fra de ulike årene, som medfører en gjennomsnittsvekstrate på 127%. Dette anser jeg som urealistisk, ved at året 2016 økte denne med 613 %. Slike ekstremverdier påvirker gjennomsnittet betraktelig og jeg velger derfor å ekskludere dette året som resulterer i en vekstrate på 30 %. I en langsiktig prognoseperiode vurderer jeg denne raten som ikke bærekraftig, som medfører at jeg velger å benytte en lavere rate som er avtagende med lik steady state rate som driftsinntektene.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Gjennomsnitt
Inntekt på investering i tilknyttet selskap	40 242	286 844	208 941	252 933	118 655	42 208	158 304	
Vekstrate		613 %	-27 %	21 %	-53 %	-64 %	275 %	127 %

Tabell 37: Historisk inntekt fra tilknyttet selskap

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Inntekt på investering i tilknyttet selskap t-1		158 304	197 880	237 456	273 074	300 382
Vekstrate		25 %	20 %	15 %	10 %	4 %
Inntekt på investering i tilknyttet selskap t		197 880	237 456	273 074	300 382	312 397

Tabell 38: Fremtidig inntekt fra tilknyttet selskap

8.3 Fremtidsregnskapet

Ved å ha etablert vekstrater for fremtidig driftsinntekter, profittmargin og omløpshastighet, kan vi utforme et fremtidsregnskap. Med den antakelsen om at finansieringsaktiviteter ikke er verdiskapende, vil ikke dette være nødvendig å inkludere dette. I figuren nedenfor ser vi hvordan regnskapet utspiller seg. I alle mine modeller anvender jeg til en steady state på 4 %.

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Res.regnskap						
Normale driftsinntekter fra salg	13 214 240	14 271 379	15 270 376	16 186 598	16 995 928	17 675 765
Normale driftskostnader	11 047 105	11 702 531	12 521 708	13 596 743	14 276 580	15 024 401
Normal driftsinntekt fra salg før skatt	2 167 135	2 568 848	2 748 668	2 589 856	2 719 349	2 651 365
Skatt	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %
Skattekostnad	476 770	565 147	604 707	569 768	598 257	583 300
Normalt driftsinntekt etter skatt fra salg	1 690 366	2 003 702	2 143 961	2 020 087	2 121 092	2 068 065
Andre normale driftsinntekter	158 304	197 880	237 456	273 074	300 382	312 397
Skatt andre normale driftsinntekter	34 827	43 534	52 240	60 076	66 084	68 727
Andre normale driftsinntekter etter skatt	123 477	154 346	185 216	212 998	234 298	243 670
Normalt driftsinntekter etter skatt	1 813 843	2 158 048	2 329 176	2 233 085	2 355 390	2 311 734
Balanse						
Netto driftsrelaterte eiendeler	17 291 000	15 507 832	16 459 673	17 296 310	17 988 162	18 710 813
Netto driftsrelatert gjeld	4 415 000					
Egenkapital	11 719 000					
Minoritet	1 155 000					
Kontantstrøm						
Normalt driftsrelater resultat etter skatt	1 813 843	2 158 048	2 329 176	2 233 085	2 355 390	2 311 734
Endring i NDE	1 073 798	-1 783 168	951 841	836 637	691 852	722 650
Fri kontantstrøm	740 045	3 941 216	1 377 335	1 396 448	1 663 537	1 589 084

Tabell 39: Fremtidig regnskap

Det er også viktig å presisere at i alle modellene bruker vi avkastningskravet til totalkapitalen som diskonteringsrente. Denne renten beregnet jeg tidligere i oppgaven og er 5,8%.

8.3.1 Superprofitt modellen

I starten av oppgaven opplyste jeg om at jeg ville anvende superprofitt modellen. I kapitel x så vi at denne modellen bruker bokførte verdier som et anker i verdsettelsen hvor superprofitten, eller meravkastningen er det som skaper verdi. Formelen som benyttes i denne modellen er:

$$V_0^E = NDE_0 + \frac{SpDR_1}{p_f} + \frac{SpDR_2}{p_f^2} + \frac{SpDR_3}{p_f^3} + \frac{SpDR_t}{p_f^t} + \frac{CV_t}{p_f^t}$$

Hvor

$$CV_t = \frac{SpDR_{t+1}}{p_f - g}$$

Superprofitt	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Normalt driftsrelater resultat etter skatt	1 813 843	2 158 048	2 329 176	2 233 085	2 355 390	2 311 734
Netto driftsrelaterte eiendeler	17 291 000	15 507 832	16 459 673	17 296 310	17 988 162	18 710 813
ANDE	11,2 %	12,5 %	15,0 %	13,6 %	13,6 %	12,9 %
Superprofitt driftrelatert resultat (SPDR)		1 155 170	1 429 722	1 278 424	1 352 204	1 268 421
Diskonteringsrente		1,058	1,12	1,18	1,25	1,33
Nåverdi av SPDR		1 091 843	1 277 263	1 079 489	1 079 194	956 831
Total nåverdi av SPDR	5 484 619					
CV						73 286 539
Nåverdi av CV	55 283 544					
Nåverdi av CV + SPDR + NDE	78 059 163					
Netto finansiell gjeld	4 415 000					
Nåverdi av egenkapital	73 644 163					
Antall aksjer (i tusen)	117 799					
Verdiestimat per aksje	**625**					

Tabell 40: Verdiestimat superprofittmodellen

Superprofittmodellen gir et verdiestimat på 625 kr per aksje.

8.3.2 Fri kontantstrøm modellen

Som tidligere nevnt, trenger vi ikke å prognostisere kontantstrømmene når vi har utarbeidet prognostisert driftsrelatert resultat og netto driftsrelaterte eiendeler. Vi bruker formelen:

$$Fri\ kontantstrøm =$$
$$Driftsrealtert\ resultat - \Delta netto\ driftsrelaterte\ eiendeler$$

Fri kontantstrøm	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Normalt driftsrelater resultat etter skatt	1 813 843	2 158 048	2 329 176	2 233 085	2 355 390	2 311 734
Netto driftsrelaterte eiendeler	17 291 000	15 507 832	16 459 673	17 296 310	17 988 162	18 710 813
Endring i NDE	1 073 798	-1 783 168	951 841	836 637	691 852	722 650
Fri kontantstrøm	740 045	3 941 216	1 377 335	1 396 448	1 663 537	1 589 084
Diskonteringsrente		1,058	1,12	1,18	1,25	1,33
Nåverdi av fri kontantstrøm		3 725 157	1 230 463	1 179 147	1 327 669	1 198 722
CV av fri kontantstrøm					96 115 487	91 813 732
Nåverdi av CV	69 259 492					
Nåverdi av fri kontantstrøm + CV	77 920 650					
Netto finansiell gjeld	4 415 000					
Nåverdi av egenkapital	73 505 650					
Antall aksjer (i tusen)	117 799					
Verdiestimat per aksje	**624**					

Tabell 41: Verdiestimat fri kontantstrøm

CV- verdien (continuing value) beregnes ved å multiplisere kontantstrøm for 2025 med vekstraten på 4 % og dele på differansen mellom avkastningskravet og vekstraten. Dette er den såkalte Gordon Growth modellen. Denne modellen legger til en konstant langsiktig vekst. Ved å bruke fri kontantstrøm modellen får vi et verdiestimat på 624 kr.

8.3.3 Superprofitt vekst modellen

Superprofittmodellen bruker selskapets inntjening som anker i verdsettelsen. Ved å legge til avkastningen på det tidligere årets utbytte eller fri kontantstrøm, beregnes superprofitten som selskapet generer over normalt resultat. Jeg har i denne modellen brukt den frie kontantstrømmen og ikke utbytte. Formelen for å estimere egenkapital er:

$$V_0^e = \frac{1}{p_f - 1}\left[driftsrelatert\ resultat_1 + \frac{SPVDR_2}{p_f} + \frac{SPVDR_3}{p_f^3} + ..\right] - NFG_0$$

Superprofitt vekst	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Normalt driftsrelater resultat etter skatt	1 813 843	2 158 048	2 329 176	2 233 085	2 355 390	2 311 734
Netto driftsrelaterte eiendeler	17 291 000	15 507 832	16 459 673	17 296 310	17 988 162	18 710 813
Endring i NDE	1 073 798	-1 783 168	951 841	836 637	691 852	722 650
Fri kontantstrøm	740 045	3 941 216	1 377 335	1 396 448	1 663 537	1 589 084
Resultat fra reinvestert FCF t-1			228 591	79 885	80 994	96 485
Cum- dividend DR			2 557 767	2 312 971	2 436 384	2 408 219
Normal driftsresultat			2 283 215	2 464 269	2 362 604	2 492 002
Superprofitt vekst			274 552	-151 298	73 779	-83 783
Diskonteringsrente			1,058	1,12	1,18	1,25
Nåverdi av SPV			259 501	-135 164	62 298	-66 867
CV						2 818 713
PV CV						2 249 615
Total nåverdi		4 527 431				
Kapitalisert nåverdi	78 059 163					
Netto finansiell gjeld	4 415 000					
Nåverdi av egenkapital	73 644 163					
Antall aksjer (i tusen)	117799					
Verdiestimat per aksje	**625**					

Tabell 42: Verdiestimat superprofittvekst modellen

Superprofittvekst modellen gir tilsvarende verdi som superprofittmodellen på 625 kr per aksje.

8.4 Sensitivitetsanalyse

Sensitivitetsanalyse anvendes ved å sette inn ulike verdier inn i modellen. Dette viser hvor sensitiv verdsettelsen er for alternative endringer i prognosene (Penman, 2013, s. 491). Tabellen under viser hvordan prisen per aksje forvandles ved ulike scenarioer i utviklingen av profittmargin og salgsvekst.

	Salgsvekst 3,5 %	Salgsvekst 4%	Salgsvekst 4,5 %
Profitmargin 10 %	350	360	365
Profittmargin 12 %	456	467	473
Profittmargin 15 %	610	625	632
Profittmargin 17%	712	731	737

Tabell 43: Sensitivitetsanalyse

I sensitivitetsanalysen har jeg prognostisert ulike scenarioer i hvordan nøkkeldriverne endret seg i prognoseperioden. I alle utfallene er det avtagende utvikling, utenom i det tilfelle med en profittmargin på 17 % og som er rundt det nivået SalMar ligger i dag. Vi kan tyde ut fra tabellen at verdsettelsen av egenkapital per aksje er sensitiv i endringene i verdidriverne. Det vil derfor være av stor betydning hvordan lakseprisen og markedet vil utvikle seg. Under analyseperioden har vi opplevd en stor økning i råvarepriser som kan ha en direkte påvirkning på alle oppdrettsselskapene, i den form av økte innsatsfaktorer i produksjonen (Terazono & Evans, 2021). Alt annet likt, vil dette medføre en reduksjon i lønnsomheten for selskapene.

Vi kan også se hvor sensitiv den estimerte prisen er for endring i avkastningskravet og veksten. I figuren har jeg beregnet prisen med avkastningskrav i intervallet fra 5,0 % - 6,4% med 0, 2 prosentpoeng endring. Jeg har i tillegg sett på vekst i intervallet fra 1,0 % - 4,5% med endringer på 0, 5 % prosentpoeng.

		Avkastningskrav							
		6,40 %	6,20 %	6,0 %	5,80 %	5,60 %	5,40 %	5,20 %	5,0 %
Vekst	1,0 %	287	299	312	327	342	360	378	399
	1,5 %	301	315	331	348	366	386	409	434
	2,0 %	319	336	354	374	396	421	449	481
	2,5 %	341	361	383	408	436	468	505	547
	3,0 %	370	395	423	455	491	534	585	646
	3,5 %	409	441	478	521	573	635	712	810
	4,0 %	465	508	561	**625**	705	809	946	1139
	4,5 %	549	615	699	809	958	1175	1514	2125

Tabell 44: Sensitivitetsanalyse med endring i avkastningskrav og vekst

8.5 Multiplikatormodellen

Som tidligere nevnt, vil jeg supplere den fundamentale analysen med komparativ verdsettelse under multiplikatormodellen. Jeg vil analysere de tre ulike forholdstallene: P/E, P/B og P/S. Jeg har benyttet aksjekursen på verdsettelsestidspunktet som pris-verdi i telleren i beregningene.

8.5.1 Price- to earnings (P/E)

P/E er den mest brukte multiplikatoren i verdsettelsessammenheng. Et selskaps P/E-verdi finner vi ved å ta pris per aksje og dividere på fortjeneste per aksje. Intuisjonen bak bruken av multipplen er at når du kjøper en aksje, kjøper du rett til selskapets fremtidige inntjening. Dersom selskapet øker inntjeningen, øker også viljen til å kjøpe aksjen proporsjonalt basert på P/E ratioen (Berk & DeMarzo, 2017, s. 326). Det finnes ulike P/E-multipler en analytiker kan bruke: fremtidig P/E som baserer seg på neste 12 måneders fremtidig inntjening. Siden aksjemarkedet er fremtidsrettet, vil dette være den foretrekkende multipplen. Det vil derfor være nødvendig å ha informasjon om hva slags inntjeningsforventninger markedet har til aksjen. Trailing P/E baserer seg på inntjening fra de 12 siste månedene (Berk & DeMarzo, 2017, s.327). I min verdsettelse vil jeg bruke trailing P/E, på grunn av ressurser og tilgjengelig informasjon.

Jeg har innhentet data fra selskapenes 4 siste kvartalsrapporter og pris per aksje på verdsettelsestidspunktet 31.08.2021.

P/E	Mowi	Lerøy	Bakkafrost	NRS	Grieg	Gjennomsnitt	SalMar
Pris per aksje + utbytte	235,1	78,8	769,1	200	86,6		615,8
Fortjeneste per aksje	9,74	2,45	22,24	10,04	1,24		16,78
Trailing P/E	24,1	32,2	34,6	19,9	69,8	36,1	36,7
Utbytte	3,2		3,65				33

Tabell 45: P/E-verdier

Når man skal bruke trailing P/E må man justere prisen i telleren for utbytte selskapet har distribuert. Når et selskap betaler ut utbytte, skal i teorien prisen per aksje reduseres med størrelsen på utbyttet per aksje. Som vi ser i tabellen ser vi at Grieg sin ekstrem P/E-verdi, påvirker bransjegjennomsnittet. Ved å bruke bransjegjennomsnittet sin P/E-multippel til SalMar ville det ha gitt en pris per aksje på 606,3 kr. Trekker vi ut Grieg sin ekstremverdi, ville det resultert i en bransje P/E på 27,7 og prisen per SalMar-aksje ville vært 464,85 kr.

8.5.2 Price- to book (P/B)

P/B multiplikatoren finner man ved å dividere pris per aksje med selskapets bokførte egenkapital, altså eiendeler minus gjeld. Ideelt ville balanseregnskapet gi investoren en nøyaktig verdi på selskapets egenkapital, men dette stemmer ikke. For det første kan eiendeler som er oppført på balansen være verdsatt til historisk kost og ikke virkelig verdi (Berk & DeMarzo, 2017, s. 61). For oppdrettsbransjen vil immaterielle verdier (goodwill og konsesjoner) som er oppført på balansen, ha en høyere virkelig verdi i dag, enn da de ble kjøpt. En annen utfordring, vil også være at selskaper vil verdifulle eiendeler som ikke er oppført på balansen. Dette kan for eksempel være ekspertisen hos selskapets ansatte, omdømme til selskapet, merkevare, relasjoner til leverandører og kunder og kvaliteten hos ledelsen i selskapet. Alle disse eiendelene finner vi ikke i selskapets balanse. Analytikere klassifiserer selskaper med lav P/B-multippel som verdiaksjer og selskaper med høy P/B-multippel som vekstaksjer (Berk & DeMarzo, 2017, s. 62).

P/B	Mowi	Lerøy	Bakkafrost	NRS	Grieg	Gjennomsnitt	SalMar
Pris per aksje	231,9	76,8	764,2	200	86,6		582,8
Bokført EK	31 326 808 000	17 146 646 000	12 663 055 237	3 574 095 000	4 670 006 000		11 719 000 000
Antall aksjer	517 111 091	595 773 680	59 057 333	43 572 191	113 447 042		117 799 999
Bokført EK per aksje	60,58	28,78	214,42	82,03	41,16		99,48
P/B	3,83	2,67	3,56	2,44	2,10	2,92	5,86

Tabell 46: P/B- verdier

I tabellen over ser vi at SalMar ligger over bransjegjennomsnittet. Hvis SalMar skulle ha hatt en P/B-multippel på 2,92 ville det ha gitt en pris per aksje på 290,5 kr.

8.5.3 Price-to sales (P/S)

P/S-multipplen er en ratio som viser forholdet mellom selskapets markedsverdi og salgsinntekter. Det kan også beskrives som hvor mye en markedet er villig til å betale for hver krone som selskapet omsetter. Vi finner P/S- verdien ved å dividere selskapets markedsverdi på salgsinntekter. I beregningen har jeg brukt salgsinntektene fra de fire siste kvartalene på verdsettelsestidspunktet. Noen vil argumentere for at jo lavere multipplen er, desto mer attraktiv vil aksjen være (Mcclure, 2021). Selskaper som ikke har inntjening og som går i underskudd vil bruke denne multipplen, på grunn av P/E-ratio vil ikke fungere. Dette kan være et faresignal og under «dot com»-boblen ble denne ratioen brukt mye (Penman, 2013, s.83).

P/S	Mowi	Lerøy	Bakkafrost	NRS	Grieg	Gjennomsnitt	SalMar
Pris per aksje	231,9	76,8	764,2	200	86,6		582,8
Salgsinntekter	40 003 376 000	20 172 000 000	6 872 806 391	5 324 249 000	4 207 788 000		12 330 800 000
Antall aksjer	517 111 091	595 773 680	59 057 333	43 572 191	113 447 042		117 799 999
Salg per askje	77,4	33,9	116,4	122,2	37,1		104,7
P/S	3,0	2,3	6,6	1,6	2,3	3,2	5,6

Tabell 47: P/S- verdier

Som vi ser av tabellen, har SalMar en høyere P/S-multippel enn bransjegjennomsnittet. Ved å tilføre SalMar en P/S-multippel lik bransjen ville prisen per aksje være 330, 9 kr. Vi ser at verdiene har store variasjoner, som gjør at det er utfordrende å trekke konklusjoner fra denne multipplen

8.5.4 Oppsummering komparativ verdsettelse

Gjennom den komparative verdsettelsen, har jeg undersøkt tre ulike multipler for å sammenlikne prisingen av SalMars mot bransjen.

	Bransjen	SalMar	Komparativ verdsettelse
P/E	36,1	36,7	606,3
P/B	2,92	5,86	290,5
P/S	3,2	5,6	330,9
Gjennosmnittspris			**409,2**

Tabell 48: Oppsummering komparativ verdsettelse

Ved utførelse av en verdivurdering basert på komparativ verdsette, må analytikeren være bevist på metodens svakheter. Å bestemme selskaper med identiske driftsrelaterte aktiviteter er vanskelige i en sektor hvor aktørene er konkurrenter og prøver å skille seg ut med sine konkurranseevner. Ved å øke antall selskaper i sammenlikningsgrunnlaget, vil det være mulig å gjeve ut ulike feil, men med flere selskaper vil føre til at homogeniteten reduseres (Penman, 2013, s. 78).

Ulike multipler vil også gi ulik verdsettelse. Vi ser i tabell 49 at det er store variasjoner i verdsettelsen som har medført at jeg har valgt å bruke gjennomsnittet. Dette resulterer i en pris per aksje på 409,2 kr, noe som er 34,5 % lavere enn estimatet fra den fundamentale analysen. Med metodens svakheter blir ikke den komparative verdsettelsen vektlagt ved fastsettelse av handlingsstrategien. Analysen er allikevel interessant, og en underliggende forklaring på hvorfor SalMar har en høyere prising i markedet, kan være på grunn av deres lønnsomhet. I lønnsomhetsanalysen så vi at selskapet klarer å produsere laks mer effektivt enn bransjen, noe som har medført høyere lønnsomhetsmarginer. En annen forklaring kan også være at selskapet har innebygd høyere vekstrate enn bransjen ved at markedet har tro på deres offshore produksjon eller at selskapets aktive oppkjøpsstrategi vil fortsette.

Kapittel 9 Vurdering av verdsettelsen

Jeg har gjennom oppgaven gjort en rekke forutsetninger, avgrensinger og vurderinger som spiller inn på verdsettelsen. Jeg har etter beste evne forsøkt å være mest mulig objektiv som mulig som en analytiker skal være, men man kan ikke utelukke ulike forhold som kan har innvirkning på verdsettelsen. Gjennom verdsettelsesprosessen hvor jeg har opparbeidet mer kunnskap om oppdrettsbransjen og dens historiske utvikling og lønnsomhet, kan ha ført til en tilstand som kalles bekreftelsestilstand (confirmation bias). Dette er en tendens der hvor man søker etter informasjon som bekrefter det man tror, som gjør en analytiker sårbar for feil ved at han vil overse informasjon som tilsier at han burde endre oppfatning (Svartdal, 2019). Det er også en svakhet ved at jeg utfører denne verdsettelsen alene, som kan styrke denne tilstanden. Dette har jeg hensyntatt etter beste evne gjennom hele verdsettelsen ved at jeg både har sett på trusler og svakheter i den strategiske analysen, samtidig som jeg har basert prognosen på Penman sine forutsettinger og brukt finansregnskapet som et anker i analysen.

En annen tilstand som kan oppstå er *recency bias*, som kjennetegnes ved at en legger mest vekt på informasjon eller hendelser som nylig har skjedd. I figur nr. 10 ser vi at sjømatindeksen har hatt en meravkastning mot Oslo børs indeksen. Med dette som bakgrunn er det fort gjort å anta at denne utviklingen skal fortsette. Aksjemarkedet har i tillegg steget kraftig etter pandemien og satt nye topper verden over. Dette har vært underbygget av rekordlave renter og i tillegg til støttekjøp fra ulike sentralbanker (Mjelde, 2021). Gjennom sensitivitetsanalysen fikk jeg vist hvor sensitiv den beregnede verdien av SalMar sin egenkapital er for endring i modellens parametere.

Etter min vurdering er denne verdsettelses basert på en objektiv vurdering ved beregning av ulike estimater, men med endringer i makrodata som rentenivå og vekst i verden kan medføre store utslag i estimatet. Derfor er det viktig å presisere at mine beregnede verdier baserer seg på et bestemt tidspunkt, med en gitt mengde informasjon, med en rekke ulike vurderinger og forutsetninger.

9.2 Handelsstrategi

Etter å ha gjennomført en fundamental verdsettelse av SalMar med utgangspunkt per 31.08.2021, har jeg beregnet meg frem til en verdi på egenkapitalen på 73 644 163 000 kr. SalMar har på verdsettelsestidspunktet 117 799 999 utestående aksjer noe som tilsvarer en aksjekurs på 625,2 kr. Dette estimatet baserer seg på en vurdering av makroomgivelser,

interne forhold, historikk og framtidsutsikter. Gjennom sensitivitetsanalysen så vi hvordan verdien endret seg ved endringer i nøkkelparametere noe som fører til usikkerhet knyttet til verdsettelsen.

Basert på min beregning av verdien av egenkapitalen, vil jeg komme med en kjøp- hold eller salgs-anbefaling for SalMar per 31.08.2021. Dersom mitt verdiestimat ligger i intervallet [-10 / +10 %] fra markedsprisen, vil det resultere til en hold-anbefaling. Dersom markedsprisen er + 10% utgjør det en salgsanbefaling, mens et avvik på større enn – 10 % indikerer i en kjøpsanbefaling.

Med min verdivurdering av SalMar resulterer det i en hold- anbefaling for investorer dersom aksjen handles i intervallet mellom [562,5 kr – 687,5 kr]. Per 31.08.2021 handlet aksjen for 582,80 kr som resulterer i en hold-anbefaling.

9.3 Drøfting under analyseperioden

Gjennom oppgaveperioden har oppdrettssektoren og verden vært preget av ulike effekter som påvirker aktørene. Koronapandemien som har medført usikkerhet knyttet til etterspørsel i tillegg til redusert tilbud fra Chile på grunn av algeproblemer noe som har resultert i høyere etterspørsel av laks fra de norske produsentene (Berge, 2021). Utfordringer knyttet til landbasert-oppdrett som kan tyde på at det å overføre produksjonsprosessen til land er mer utfordrende enn antatt (Bøhren, 2021).

Som tidligere nevnt har sentralbanker i store deler av verden ført en ekspansiv pengepolitikk for å hjelpe næringslivet i møte med pandemien. Som en konsekvens av denne poltikken, har det blitt press på verdikjeder og globale flaskehalser i produksjon og transport av varer. Dette har resultert i at inflasjon er et mer aktuelt tema og i oktober 2021 steg inflasjonen i USA til 6,2 % sammenlignet for et år tidligere (Klevstrand, 2021). Dette får også ringvirkninger på selskapene på Oslo Børs og SalMar i form av økte kostnader. Jeg vil derfor argumenter for at det vil være viktig å analysere selskapenes regnskap og lønnsomhet fremover. Dette vil gi investorer en indikasjon om selskapet klarer å overføre kostnadsøkningen til kundene og opprettholde lønnsomheten.

Renten er et verktøy som sentralbanker kan bruke for å begrense inflasjon, som igjen vil også ha en effekt på prising av aksjer. Økte renter vil føre til at avkastningskravet vil bli høyere, og fremtidig inntjening vil bli mindre verdt.

Fra avhandlingens start (31.08.2021) til 26.11.2021, har aksjekursen ligget i intervallet fra [564,4 kr- 653, 4 kr] (Euronext, 2021). Aksjekursen har dermed svingt i intervallet som resulterer i en hold-anbefaling.

Litteraturliste:

Aandahl, T. J. & Ellingseter, T. (2017, 12. juli) Ønsker mer fiskeforedling i Norge. Hentet fra: https://www.nrk.no/mr/onsker-mer-fiskeforedling-i-norge-1.13599527

Akvakulturloven. (2005) Formål (LOV-2019-06-21-70). Hentet fra https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-06-17-79#KAPITTEL_1

Amundsen, B. (2018, 22 januar) Dropp Storfekjøtt om du vil spise klimavennlig. Hentet fra https://forskning.no/ny-klima-mat-og-helse/dropp-storfekjott-om-du-vil-spise-klimavennlig/294368

Asche, F., Guttormsen, A., Nøstbakken, L., Roll, K. & Øglend, A. (2014) Organisering av verdikjeder i norsk sjømatnæring. Hentet fra: https://www.regjeringen.no/contentassets/2210a1545141461d8d4789da59659c32/delrapport_nou.pdf

Asche, F., Misund, B. & Oglend, A. (2016) Determinants of the Atlantic salmon futures risk premium. *Journal of Commodity markets 2* (1) s. 6-17

AksjeNorge (28.juli 2021) 531.000 nordmenn eier aksjer. Hentet fra https://aksjenorge.no/aktuelt/2021/07/28/q2rapp_1/ (hentet 11.08.2021)

Attia, A. og Bryne, D. (2020) veiledning om ESG-Rapportering for utstedere. Hentet fra: file:///Users/eirikovnerud/Downloads/ESG-Guide_Norwegian.pdf

Bakkafrost (2019) Annual Report 2018. Hentet fra https://bakkafrost.cdn.fo/media/2022/bakkafrost_annualreport_2018_web.pdf?s=FrCXPk94QaU2zMeWwuqxI5HzjAg

Bakkafrost (2021) Annual Report 2020. Hentet fra https://bakkafrost.cdn.fo/media/3115/bf_annualreport_2020-web_01.pdf?s=ByQWx1LAwHc0rCnunYic23Azca4

Berge, A. (2014, 11. august) Det var verre før. Hentet fra https://ilaks.no/det-var-verre-for/

Berge, A. (2020, 27.juli) Dette er verden 20 største lakseoppdrettere. Hentet fra: https://ilaks.no/dette-er-verdens-20-storste-lakseoppdrettere-2/ (hentet 10.08.2021)

Berge, A. (2020, 7.september) Samlet sysselsettingseffekt av norsk sjømatnæring: 60 000 årsverk. Hentet fra: https://ilaks.no/samlet-sysselsettingseffekt-av-norsk-sjomatnaering-60-000-arsverk/

Berge, A. (2021, 19. august) Chile trøbbel har reddet det norske laksesalget. Hentet fra https://ilaks.no/chile-trobbel-har-reddet-det-norske-laksesalget/

Bergfjord, O. J. (2007) Is there a future for salmon futures? An analysis of the prospects of a potential futures market for salmon. *Aquaculture Economics & management*. Volume 11 - issue 2. Side 113-132

Berk, J. & DeMarzo, P. (2017) *Corporate finance* (4. utgave) England, Essex: Pearson Education Limited

Berntsen, R. & Sættem, B.E (Programleder). (2021*) Pengepodden: Bør investorer frykte inflasjonsspøkelset?* (Audio Podkast). Nordnet. https://play.acast.com/s/pengepodden/br-investorer-frykte-inflasjonsspkelset

Brundtland, G.H. (1987) Vår felles fremtid: Verdenskommisjonen for miljø og utvikling. *Tiden Norsk Forlag*. https://www.nb.no/items/URN:NBN:no-nb_digibok_2007080601018?page=3

Bøhren, L. (2021, 28. august) Coronatrøbbel for oppdretter: frykter å gå tom for oksygen til laksen. Hentet fra https://e24.no/boers-og-finans/i/66o9ze/coronatroebbel-for-oppdretter-frykter-aa-gaa-tom-for-oksygen-til-laksen

Bøhren, Ø. & Gjærum, P. I. (2016) *Innføring i investering og finansiering* (2. opplag) Norge, Bergen: Fagbokforlaget

Bøhren, Ø., Michalsen, D. & Norli, Ø (2017) Finans: Teori og praksis Norge, Bergen: Fagbokforlaget

Capia (2019, 5. april) Hvorfor har lakseprisen økt så kraftig? Kunnskapsbanken. Hentet fra: https://www.kbnn.no/artikkel/hvorfor-har-lakseprisen-okt-sa-kraftig

Cattlin, B. (2019, 18. desember) Forstå teknisk analyse. Hentet fra https://www.ig.com/no/tradingstrategier/en-nybegynners-guide-til-teknisk-analyse1-200423

Corporate finance institute (2021) Definition of WACC. Hentet fra https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/what-is-wacc-formula/

Corporate Finance Institute (2021) What are valuation Multiples. hentet fra https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/valuation/types-of-valuation-multiples/

Dagens næringsliv (9.august 2021) Historisk avkastning Oslo Seafood Index mot Hovedindeks Oslos Børs. *Dagens Næringsliv*. Hentet fra: https://investor.dn.no/#!/Indeks/X33/SSSFX/OSLOSeafoodIndex

Euronext (2021, 14. august) Index Factsheets. Hentet fra: https://live.euronext.com/nb/products-indices/index-factsheets

Euronext (2021) SalMar: tidligere aksjekurs: https://live.euronext.com/nb/product/equities/NO0010310956-XOSL#historical-price

Finansdepartementet (2019) skattlegging av havbruksnæringen. Hentet fra: https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2019-18/id2676239/?ch=4

Fiskeridirektoratet (2017, 24. april) Tildelingsprosessen. Hentet fra: https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Tildelingsprosessen

Fiskedirektoratet (2019) Lønnsomhetsundersøkelse for produksjon av laks og regnbueørret 2019. statistikkavdelingen. Arkivsaksnummer: 20/259. Hentet fra: file:///Users/eirikovnerud/Downloads/rap-lonnsomhet-akvakultur-2019.pdf

Fiskedirektoratet (2021, 08 juli) Nøkkeltall fra norsk havbruksnæring 2020. hentet fra: file:///Users/eirikovnerud/Downloads/nokkeltall-havbruk-2020%20(2).pdf

FN (2019, 15. januar) Bærekraftig utvikling. Hentet fra: https://www.fn.no/tema/fattigdom/baerekraftig-utvikling

FN (2021, 17 juli) Befolkning, migrasjon og urbanisering. Hentet fra https://www.fn.no/tema/fattigdom/befolkning

Freide, G., Busch, T. & Bassen, A. (2015, 22 oktober) ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. Hentet fra: https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/20430795.2015.1118917

Goedhart, M., Koller, T. & Wessels, D. (2005, 1. mars) The right role for multiples in valuation. Hentet fra https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/the-right-role-for-multiples-in-valuation

GriegSeafood (2019) Annual Report 2018. Hentet fra https://www.norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS%20%C3%85rsrapport%202018.pdf

GriegSeafood (2021) Annual Report 2020. Hentet fra https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/00b861e440a33024de1ef91cfd70fc2beb48bc3e.pdf

Gripsrud, G., Olsson, U. H. & Silkoset, R. (2010) Metode og dataanalyse. (2. utgave) Høyskoleforlaget, Trondheim

Hatlem, T. (2020, 07 januar) Sjømateksport for 107, 3 milliarder kroner i 2019. hentet fra https://fisk.no/fiskeri/6925-sjomateksport-for-107-3-milliarder-kroner-i-2019

Havforskningsinstituttet (2019, 27. mars) Tema rømt fisk og genetisk påvirkning. Hentet fra https://www.hi.no/hi/temasider/akvakultur/romt-fisk-og-genetisk-pavirkning

Helsedirektoratet (2020) Utviklingen i norsk kosthold. *Rapport nr: IS-2963*. Hentet fra: https://www.helsedirektoratet.no/rapporter/utviklingen-i-norsk-kosthold/Utviklingen%20i%20norsk%20kosthold%202020%20%E2%80%93%20Kortversjon.pdf/_/attachment/inline/0d856999-7cec-49ac-a580-db2664506be3:265cbe603d4cf786d5fbf2272c6c34a36e4cb540/Utviklingen%20i%20norsk%20kosthold%202020%20%E2%80%93%20Kortversjon.pdf

Henriksen, E. (2020) Tilgang på arbeidskraft til fiskeindustrien med og uten EØS-avtalen. Hentet fra https://www.idunn.no/sjoematnaeringen_og_europa/7_tilgang_paa_arbeidskraft_til_fiskeindustrien_med_og_uten_

Hovland, K. M. (2019, 4. november) Utvalg forslår omstridt ekstraskatt på laks. Hentet fra https://e24.no/boers-og-finans/i/xPdQon/utvalg-foreslaar-omstridt-ekstraskatt-paa-laks

Hægermark, W. A. (2020, 25.mai) Vi har fått nye matvaner i koronatiden. Hentet fra: https://forskning.no/mat-nofima-partner/vi-har-fatt-nye-matvaner-i-koronatiden/1687575

IMF (2021) World Economic Outlook October 2021 hentet fra https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/10/12/world-economic-outlook-october-2021

Iversen, M. (2021, 28. januar) Som en ulveflokk som jakter på det svakeste byttet. *Dagens Næringsliv*. Hentet fra: https://www.dn.no/utenriks/gamestop/aksjer/reddit/-som-en-ulveflokk-som-jakter-pa-det-svakeste-byttet/2-1-952602.

Johnson, G., Whittington, R., Scholes, K., Angwin, D. & Regnér, P. (2017) *Exploring Strategy* (11. utgave) Edinburgh Gate: Pearson Education Limited

Keay, I. (2015) Immunity from the resource curse? The long run impact of commodity price volatility: evidence from Canada, 1900-2005. *Cliometrica 9*. Side 333-358

Kennon, J. (2021, 09. juli) Minority Interest on the balance sheet. Hentet fra https://www.thebalance.com/minority-interest-on-the-balance-sheet-357286

Killian, A. (2019, 18.desember) Hva er shortsalg og hvordan fungerer det?. Hentet fra https://www.ig.com/no/tradingstrategier/hva-er-shortsalg-og-hvordan-fungerer-det-200423

Klevstrand, A. (2021, 10.novmeber) Wall Street tynget av inflasjontstall- Nasdaq falt markant. *Dagens Næringsliv*. Hentet fra https://www.dn.no/makrookonomi/wall-street-tynget-av-inflasjonstall-nasdaq-falt-markant/2-1-1096686

Kolle, N. (2014) Norges fiskeri- og kysthistorie I – V. Band 5: Havbruk Hentet fra: https://norges-fiskeri-og-kysthistorie.w.uib.no/bokverket/bind-5-havbrukshistorie/

Kvale, A. N. (2018, 17. august) Norske laksekjemper fortsatt utestengt fra Kina. Hentet fra https://www.dn.no/havbruk/kina/liu-xiaobo/nordland/norske-laksekjemper-fortsatt-utestengt-fra-kina/2-1-400362

Laks.no (2021, 12. august) Lakseproduksjon. Hentet fra: https://laks.no/lakseproduksjon/

Laksefakta (2021) Norsk Havbrukshistorie. Hentet fra https://laksefakta.no/

Lang-Ree, A. (2021, 17.august) Flere partier åpner for grunnrenteskatt: Hadde vært innført om det ikke var for lakselobbyen. Hentet fra https://e24.no/naeringsliv/i/nWL0On/flere-partier-aapner-for-grunnrenteskatt-hadde-vaert-innfoert-om-det-ikke-var-for-lakselobbyen

LerøySeafood (2019) Årsrapport 2018. Hentet fra https://www.norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS%20%C3%85rsrapport%202018.pdf

LerøySeafood (2021) Årsrapport 2020. Hentet fra https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport-2020.pdf

Mattilsynet (2012, 27. august) Fiskevelferd. Hentet fra https://www.mattilsynet.no/fisk_og_akvakultur/fiskevelferd/

Mcclure, B. (2021, 30. april) How to use price-to- sales ratios to value stocks. Hentet fra https://www.investopedia.com/articles/fundamental/03/032603.asp

Meyer, K. (2019) *Eksterne eksportbarrierers betydning for laks, og hvordan dette påvirker Norges konkurransesituasjon*. Masteroppgave. Høgskolen i Molde

Mikkelsen, G. (2017, 13. november) Forskeren forteller: Ny teknologi vil gjøre norsk fiskeoppdrett mer bærekraftig. Hentet fra: https://forskning.no/fisk-forskeren-forteller-fiskehelse/forskeren-forteller-ny-teknologi-vil-gjore-norsk-fiskeoppdrett-mer-baerekraftig/310271

Miljødirektoratet (2021, 3. mai) Fiskeoppdrett. Hentet fra: https://miljostatus.miljodirektoratet.no/tema/hav-og-kyst/fiskeoppdrett/

Misund, B. (2021, 18. februar) Fiskeoppdrett. Hentet fra: https://snl.no/fiskeoppdrett

Misund, B. (2018, 30. desember) Volatilitet i laksemarkedet. *Samfunnsøkonomen nr. 2.* s. 41-51. Artikkelnr. 347997603. Hentet fra https://www.researchgate.net/publication/347997603_Volatilitet_i_laksemarkedet

Mjelde, K. N (2021, 03.november) Analytikerne venter inntjeningsvekst på 16 prosent for Oslo Børs i 2022: - Det dobbelte av forventingene i de internasjonale markedene. *Dagens Næringsliv.* Hentet fra https://www.dn.no/marked/dn-aksjer/finans/fantasyfond/analytikerne-venter-inntjeningsvekst-pa-16-prosent-for-oslo-bors-i-2022-det-dobbelte-av-forventningene-i-de-internasjonale-markedene/2-1-1092694

Mowi (2019) Integrated Annual Report Mowi 2018. Hentet fra http://hugin.info/209/R/2239765/882920.pdf

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

NHO (2021) EUs taksonomi og handlingsplan for bærekraftig finans. Hentet fra: https://www.nho.no/tema/energi-miljo-og-klima/artikler/eus-taksonomi-og-handlingsplan-for-barekraftig-finans/

Nilsen, A. A. (2021, 6. januar) Norge eksporterte sjømat for 105,7 milliarder i 2020. Hentet fra: https://e24.no/naeringsliv/i/M36WoB/norge-eksporterte-sjoemat-for-1057-milliarder-i-2020

Nilsen, J. (2021, 21.juli) Nordmenn hamstrer aksjer: mange har overdreven selvtillit. Hentet fra: https://e24.no/boers-og-finans/i/5np8r6/nordmenn-hamstrer-aksjer-mange-har-overdreven-selvtillit

Nordnet (2021) Prisliste. Hentet fra https://www.nordnet.no/no/kundeservice/prisliste

Nofima (2019) *kostnadsutvikling og forståelse av drivkrefter i norsk lakseoppdrett*. (Rapport 35/2019) s. 9. https://nofima.brage.unit.no/nofima-xmlui/bitstream/handle/11250/2632322/Rapport%2b35-2019%2bKostnadsutvikling%2bog%2bforst%25C3%25A5else%2bav%2bdrivkrefter%2bi%2bnorsk%2blakseoppdrett%2b-%2bfaglig%2bsluttrapport.pdf?sequence=2&isAllowed=y

Norges Bank (2021) Statsobligasjoner månedgjennomsnitt. Hentet fra https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Manedsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/

Norges Bank (2021) Valutakurser. Hentet fra https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Valutakurser/?tab=currency&id=DKK

Norges Bank (2021, 01. mars) Pengepolitisk rapport: med vurdering av finansiell stabilitet. Hentet fra https://www.norges-

bank.no/contentassets/6f148f296f154705a0d845839e638351/pengepolitisk-rapport-1-21.pdf?v=03/18/2021154937&ft=.pdf

Norges Miljøvernforbund (2010) Faktarapport om miljøkonsekvensene ved oppdrett av nordatlantisk laks i Norge. Hentet fra: https://www.nmf.no/wp-content/uploads/2019/05/Faktarapport-nordatlantisk-lakseoppdrett-i-Norge.pdf

Norges Sjømatsråd (2021) Nøkkeltall. Hentet fra https://nokkeltall.seafood.no/

NorwayRoyalSalmon (2019) Årsrapport 2018. Hentet fra https://www.norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS%20%C3%85rsrapport%202018.pdf

NorwayRoyalSalmon (2021) Årsrapport 2020. Hentet fra https://www.norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS%20%C3%85rsrapport%202020.pdf

Normann, T. (2012, 19. september) Kinas Nobel-raseri rammer norsk fisk knallhardt. Hentet fra https://e24.no/norsk-oekonomi/i/e8qVVR/kinas-nobel-raseri-rammer-norsk-fisk-knallhardt

Norsk Petroleum (2021, 24. mars) Eksport av olje og gass. Hentet fra: https://www.norskpetroleum.no/produksjon-og-eksport/eksport-av-olje-og-gass/

NOU (2003, 9.april) Konkurranseevne, lønnsdannelse og kronekurs. Norges offentlige utredninger. Hentet fra: https://www.regjeringen.no/contentassets/6790c0a43ebe49c29ecc8eab4cb5107c/no/pdfs/nou200320030013000dddpdfs.pdf

NTA (2019) Børsrapport NTS ASA. Hentet fra http://1uzv811d56mj3u3y812a4mdj-wpengine.netdna-ssl.com/wp-content/uploads/2019/11/nts-asa-brsrapport-q3-2019.pdf
Nøstbakken, L. & Selle. S. F. (2019) *Eierskap i norsk oppdrettsnæring.* Samfunns- og næringslivsforskning AS. (SNF- prosjektnr. 1004). Hentet fra https://www.snf.no/Files/Filer/Publications/A05_19.pdf

Porter, M. E. (1980) Competitive strategy: techniques for analyzing industries and competitors, *Free Press*. Side. 5

Porter, M. E. (1996) What is strategy? *Harvard Business Review*. Side. 60

PWC (2020, desember) Risikopremien i det norske markedet. Hentet fra https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2020.pdf

Regjeringen (2016, 14. november) Sjømat og helsegevinster. Hentet fra https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/fiskeri-og-havbruk/ny-sidestruktur/trygg-og-sunn-sjomat/sjomat-og-helsegevinster/id2520267/

Regjeringen (2017, 15. juni) Ansvarsområder og oppgaver i Nærings- og fiskeridepartementet. Hentet fra https://www.regjeringen.no/no/dep/nfd/ansvar/id714/

Regjeringen (2018 10. juli) Fisk og EU. Hentet fra https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/fiskeri-og-havbruk/1/fiskeri/internasjonalt-fiskerisamarbeid/internasjonalt/fisk1/id685828/

Regjeringen (2020, 04. februar) Regjeringen skrur på trafikklyset i havbruksnæringen. Hentet fra https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/regjeringen-skrur-pa-trafikklyset-i-havbruksnaringen/id2688939/

Richardsen, R. & Bull-Berg, H. (2016) Nasjonal betydning av sjømatsnæringen: Sintef (prosjektnr. 6022488). Hentet fra: https://www.sintef.no/contentassets/293419701424487a9579e5216bba5c0d/sintef-rapport-16-ringvirkningsanalyse-norsk-sjomatnaring.pdf

SalMar (2017) Kvartalsrapport 2. kvartal 2017. Hentet fra https://hugin.info/138695/R/2129188/813260.pdf

SalMar (2018) Kvartalsrapport 2.kvartal 2018. Hentet fra https://hugin.info/138695/R/2212369/862503.pdf

SalMAr (2019) Kvartalsrapport 2. kvartal 2019. Hentet fra https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/4e1e702d-7f05-4c7c-b91f-0a73368eb390

SalMar (2020) Kvartalsrapport 2. kvartal 2020. Hentet fra https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/4959baff-9c3b-46a6-aaaa-36dd42c0f864

SalMar (2021) Kvartalsrapport 1. kvartal 2021. Hentet fra https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/2d97ea81-326d-4fed-be8e-eb1369ad9454

SalMar (2021) Kvartalsrapport 2. kvartal 2021. hentet fra https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/52db5632-0ea7-4514-a049-4d6f29c1f028

SalMar (2017) Årsrapport 2016. Hentet fra https://hugin.info/138695/R/2099114/799620.pdf

SalMar (2018) Årsrapport 2017. Hentet fra https://hugin.info/138695/R/2188426/846510.pdf

SalMar (2019) Årsrapport 2018. Hentet fra https://hugin.info/138695/R/2242686/885273.pdf

SalMar (2020) Årsrapport 2019. Hentet fra https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/413c9d3e-52de-4086-9c1c-87a6d3b97c17

SalMar (2021) Årsrapport 2020. Hentet fra https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/71580791-96ae-45cf-b37b-a83a9c2129a3

SalMar (2021) Strategi & visjon. Hentet fra: https://www.salmar.no/strategi-visjon/

SalMar (2021) Våre virksomhetsområder. Hentet fra https://www.salmar.no/vare-virksomhetsomrader/

Seakaran, U. & Bougie, R. (2016) *Research Methods for Business: a skill-building Approach* (7. utgave) West Sussex, Storbritannia: John Wiley & Sons ltd.

SINTEF (2015, 08. april.) Mindre lus med skjørt rundt merdene. Hentet fra https://forskning.no/sintef-oppdrett-partner/mindre-lus-med-skjort-rundt-merdene/501770

SSB (2021) Akvakultur. Hentet fra https://www.ssb.no/statbank/table/08967/chartViewLine/

SSB (2021) Eksport av laks. Hentet fra https://www.ssb.no/statbank/table/03024/chartViewLine/

SSB (2021) NIBOR og Norges Bank foliorente (prosent), etter type renter, statistikkvariabel og måned. Hentet fra https://www.ssb.no/statbank/table/10701/tableViewLayout1/

Statistisk Sentralbyrå (2021, 9. august) Fakta om norsk næringsliv. Hentet fra https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/faktaside/norsk-naeringsliv. Hentet (09.08.2021)

Stoltz, G. & Andresen, M. E. (2018, 20. februar) Oligopol. Hentet fra https://snl.no/oligopol

Svartdal, F. (2019, 17. desember) Bekreftelsestendens. Hentet fra https://snl.no/bekreftelsestendens

Terazono, E. & Evans, J. (2021, 3. Juni) Global Food prices post biggest jump in decade. Financial Times. Hentet fra https://www.ft.com/content/8b5f4b4d-cbf8-4269-af2c-c94063197bbb

Tradingeconomics (2021) Norge - 10-årig statsobligasjon. Hentet fra https://no.tradingeconomics.com/norway/government-bond-yield

Unlay, N. (2019, 20 desember) Biomar, Skretting and Salmofeed face price-fixing fine; whistleblower Cargill off the hook. Hentet fra https://www.intrafish.com/legal/biomar-skretting-and-salmofeed-face-price-fixing-fine-whistleblower-cargill-off-the-hook/2-1-728660

Van Oort, B. & Holmelien, N. B. (2019) *Klimautslipp fra norsk mat*. (Rapport 2019:05) Center For International Climate Research https://pub.cicero.oslo.no/cicero-xmlui/bitstream/handle/11250/2595969/CICERO%20Report%202019%2005%20-%20web.pdf?sequence=1&isAllowed=y

Yin, R. (2009) *Case Study Research: Design and Methods*, (4. utgave) Thousand Oaks, CA: Sage Publications

Øglend, A. (2013) Recent trends in salmon price volatility. *Aquaculture Economics & management*, 17 (3) side. 281-299. https://uis.brage.unit.no/uis-xmlui/bitstream/handle/11250/2399790/Article.pdf?sequence=1

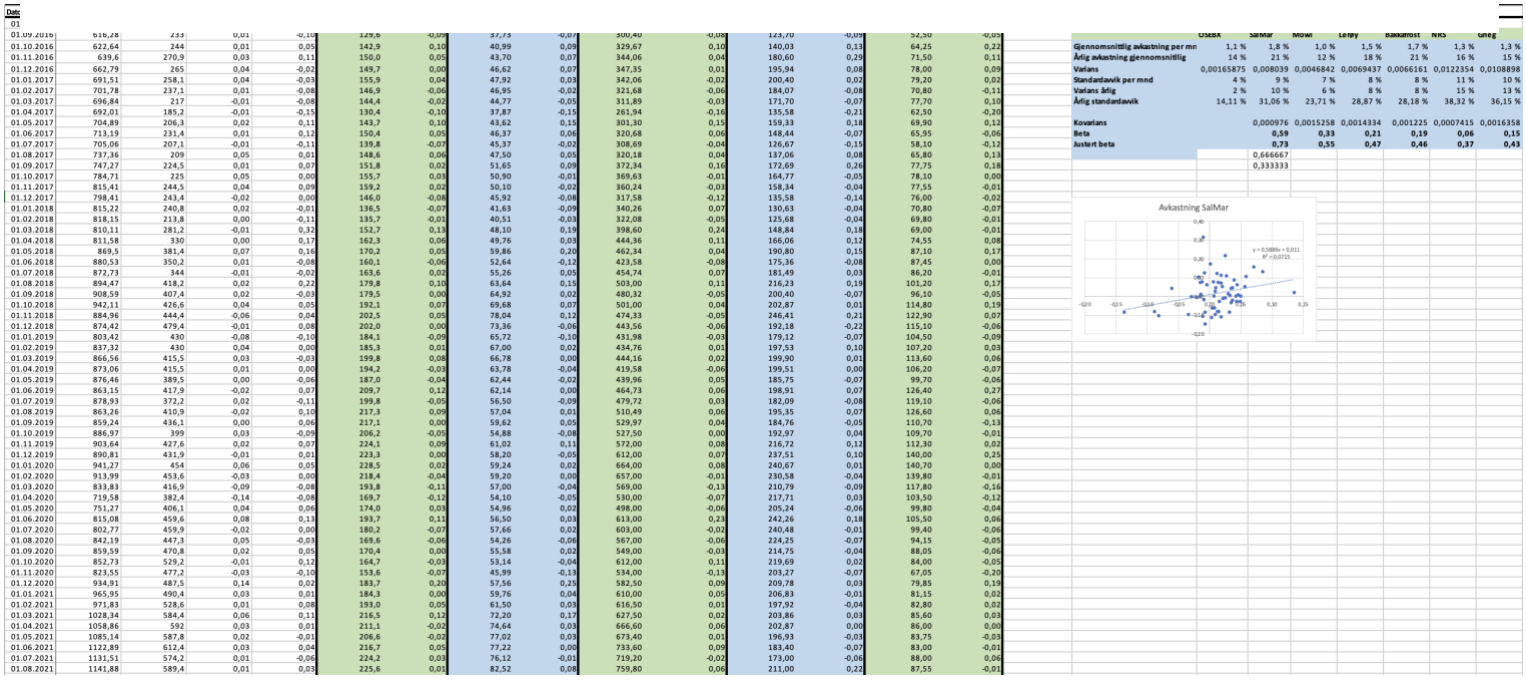
SSB (2021) Eksport av laks. Hentet fra https://www.ssb.no/statbank/table/03024/chartViewLine/

Vedlegg:

Vedlegg 1: Prognostisert resultatregnskap SalMar

Resultatregnskap SalMar	2015	2016	H1 2017	H2 2017	%	2017	H1 2018	H2 2018	%	2018	H1 2019	H2 2019	%	2019	H1 2020	H2 2020	%	2020	YTD 2021	est. H2	est. ful2021
Driftsinntekter fra kontrakter med kunder	7 303 506	8 963 239				10 755 452				11 301 338				12 202 197				12 856 778			
Annen driftsinntekt	22 696	66 575				61 786				41 216				35 392				55 563			
Sum driftsinntekter	**7 326 202**	**9 029 814**	**5 360 000**	**5 457 238**	**2 %**	**10 817 238**	**5 475 000**	**5 867 554**	**7 %**	**11 342 554**	**6 259 700**	**5 977 889**	**-5 %**	**12 237 589**	**6 933 500**	**5 978 842**	**-14 %**	**12 912 342**	**6 353 000**	**8,0 %**	**6 861 240**	**13 214 240**
Varekostnad	3 562 811	4 000 818	2 303 600	2 418 874	**5 %**	4 722 474	2 324 000	2 261 491	**-3 %**	4 585 491	2 773 500	2 996 527	**8 %**	5 770 027	2 971 700	2 898 877	**-2 %**	5 870 577	2 829 000	2 %	2 884 909	5 987 989
Lønnskostnad	765 881	861 534	468 300	460 800	**-2 %**	929 100	505 000	535 438	**6 %**	1 040 438	587 800	614 694	**5 %**	1 202 494	658 300	661 661	**1 %**	1 319 961	741 000	2 %	758 620	1 346 360
Annen driftskostnad	1 272 186	1 377 795	739 000	845 825	**14 %**	1 584 825	816 500	951 536	**17 %**	1 768 036	774 300	704 723	**-9 %**	1 479 023	977 900	924 310	**-5 %**	1 902 210	1 101 000	4 %	1 146 493	1 978 298
Driftsresultat før av- og nedskrivninger (EBITDA)	**1 725 324**	**2 789 667**	**1 849 100**	**1 731 739**	**-6 %**	**3 580 839**	**1 829 400**	**2 119 189**	**16 %**	**3 948 589**	**2 124 100**	**1 661 945**	**-22 %**	**3 786 045**	**2 325 500**	**1 494 094**	**-36 %**	**3 819 594**	**1 682 000 000**	**-12 %**	**1 480 094 140**	**3 901 593**
Avskrining av varige driftsmidler og immaterielle eiendeler	307 280	358 020	195 500	219 186	**12 %**	414 686	242 700	245 078	**1 %**	487 778	328 200	388 607	**18 %**	716 807	378 600	402 372	**6 %**	780 972	393 000	9 %	430 119	851 259
Nedskrivning av varige driftsmidler og immaterielle eiendeler	14 169	0				3 926				0				1 642				31 121				0
Operasjonelt driftsresultat	**1 443 805**	**2 431 647**	**1 653 700**	**1 508 527**	**-9 %**	**3 162 227**	**1 586 800**	**1 874 012**	**18 %**	**3 460 812**	**1 795 900**	**1 271 697**	**-29 %**	**3 067 597**	**1 946 900**	**1 060 600**	**-46 %**	**3 007 500**	**1 681 607 000**	**-16 %**	**1 406 701 545**	**3 050 333**
																						0
Virkelig verdijustering	39 932	653 955	-469 000	98 985	**-121 %**	-370 015	177 100	668 731	**278 %**	845 831	2 900	-35 895	**-1338 %**	-32 995	218 800	-398 332	**-282 %**	-179 532	662 000	-366 %	-1 759 789	183 449
Driftsresultat	**1 443 805**	**3 085 602**	**1 184 700**	**1 607 513**	**36 %**	**2 792 213**	**1 763 900**	**2 542 742**	**44 %**	**4 306 642**	**1 798 900**	**1 235 701**	**-31 %**	**3 034 601**	**2 165 700**	**662 268**	**-69 %**	**2 827 968**	**1 682 269 000**	**-5 %**	**1 594 437 289**	**3 233 782**
																						0
Inntekt på investering i tilknyttet selskap	40 242	286 844	157 100	51 841	**-67 %**	208 941	136 300	116 633	**-14 %**	252 933	79 900	38 755	**-51 %**	118 655	-14 700	56 908	**-487 %**	42 208	99 000	-155 %	-54 464	158 304
							1 900 200	2 659 375														0
Finansposter :								87 807														0
Renteinntekt	3 477	5 014				11 109				10 964				12 465				10 264			0	0
Finansinntekt	685	78 142				0	28 900	5 447	**-81 %**	34 347	197 200	39 726	**-80 %**	236 926				1 321	8 000	-40 %	4 780	12 780
Rentekostnad	98 780	106 328	44 800	62 161	**39 %**	106 961	48 100	68 001	**41 %**	116 101	72 100	98 090	**36 %**	170 190	78 200	71 654	**-8 %**	149 854	76 000	27 %	96 483	172 483
Finanskostnad	5 744	7 193	30 800	18 300	**-41 %**	49 100				36 218				74 093	99 900	60 361	**-40 %**	160 261		-20 %	0	0
Nettto finansresultat	-100 362	-30 366				-144 953	-19 200	-62 554		-107 007	125 100	-58 364		5 108	-178 100	-132 015		-298 531				0
Resultat før skattekostnad	**1 383 686**	**3 342 080**	**1 266 200**	**1 590 001**	**26 %**	**2 856 201**	**1 881 000**	**2 571 568**	**37 %**	**4 452 568**	**2 003 900**	**1 154 465**	**-42 %**	**3 158 365**	**1 972 800**	**598 845**	**-70 %**	**2 571 645**	**1 682 376 000**	**-12 %**	**1 473 136 619**	**3 232 383**
Skattekostnad	254 891	691 090	259 400	299 002	**15 %**	558 402	396 400	476 943	**20 %**	873 343	375 100	238 777	**-36 %**	613 877	434 500	128 855	**-70 %**	563 355	421 000	-18 %	346 165	767 165
Årsresultat	**1 128 795**	**2 650 990**	**1 006 800**	**1 290 998**	**28 %**	**2 297 798**	**1 484 600**	**2 094 625**	**41 %**	**3 579 225**	**1 628 900**	**915 587**	**-44 %**	**2 544 487**	**1 538 300**	**469 990**	**-69 %**	**2 008 290**	**1 681 955 000**	**-11 %**	**1 497 274 303**	**2 465 218**
							19 200															
Årsresultat tilordnes:		0,52				1,04				0,30				2,22				1,46				1,11
Ikke-kontrollerende eierinteresser	25 506	13 910	13 200	10 616	**-20 %**	23 816	5 800	5 012	**-14 %**	10 812	12 500	43 952	**252 %**	56 452	-46 100	75 372	**-263 %**	29 272	45 000	-11 %	39 933	27 364
Aksjonærene i SalMar	**1 103 289**	**2 637 079**	**993 600**	**1 280 383**	**29 %**	**2 273 983**	**1 478 800**	**2 089 613**	**41 %**	**3 568 413**	**1 616 300**	**871 735**	**-46 %**	**2 488 035**	**1 584 400**	**394 618**	**-75 %**	**1 979 018**	**1 516 000**	**-13 %**	**1 322 741**	**2 437 854**
																						0
Resultat per aksje	9,85	23,51	8,85	11	**29 %**	20,24	13,14	19	**41 %**	31,70	14,34	7,72	**-46 %**	22,06	14,03	3,49	**-75 %**	17,52	13,32	-13 %	12	25
utvannet resultat per aksje	9,83	23,43	8,82	11	**29 %**	20,18	13,11	18	**41 %**	31,60	14,31	7,72	**-46 %**	22,03	14,01	3,48	**-75 %**	17,49	13,30	-13 %	12	25
																						0
Årsresultat	1 128 795	2 650 990	1 006 800	1 290 998	**28 %**	2 297 798	1 484 600	2 094 625	**41 %**	3 579 225	1 628 900	915 587	**-44 %**	2 544 487	1 584 400	423 890	**-73 %**	2 008 290	1 681 955 000	-12 %		2 465 218
+Annet fullstending resultat	63 180	-95 865	14 800	18 968	**28 %**	33 768	-46 400	45 670	**-198 %**	-730	-37 200	77 108	**-307 %**	39 908	216 100	-4 017	**-102 %**	212 083	-130 000	-145 %	58 306	37 833
Totalresultat	**1 191 975**	**2 555 125**	**1 021 600**	**1 309 966**	**28 %**	**2 331 566**	**1 438 300**	**2 140 195**	**49 %**	**3 578 495**	**1 591 700**	**992 695**	**-38 %**	**2 584 395**	**1 754 400**	**465 973**	**-73 %**	**2 220 373**	**1 431 000**	**-9 %**	**1 309 202**	**2 503 051**

Vedlegg 2: Beregning av beta-verdier



Vedlegg 3: Inntjening per aksje fire siste kvartaler

Inntjening per aksje	q2-21	q1-21	q4-20	q3-20	Rullerende
Mowi	0,25	0,45	0,09	0,18	9,74
Lerøy	0,74	0,58	0,62	0,51	2,45
Bakkafrost	7,25	6,9	-0,64	2,99	22,24
NRS	3,9	5,34	-0,6	1,4	10,04
Grieg	0,9	0,9	0,5	-1,06	1,24
SalMar	6,97	6,32	0,22	3,27	16,78

Vedlegg 4: Salgsinntekter fra fire siste kvartaler

Salgsinntekter	q2-21	q1-21	q4-20	q3-20	Totalt
Mowi	996 900 000	1 023 100 000	1 007 600 000	956 800 000	40 003 376 000
Lerøy	5 304 000 000	4 925 000 000	5 170 000 000	4 773 000 000	20 172 000 000
Bakkafrost	1 617 534 000	1 175 637 000	1 183 338 000	1 123 147 000	6 872 806 391
NRS	1 336 832 000	1 427 797 000	1 154 189 000	1 405 431 000	5 324 249 000
Grieg	1 122 000 000	660 000 000	1 163 019 000	1 262 769 000	4 207 788 000
SalMar	3 168 000 000	3 184 000 000	3 049 000 000	2 929 800 000	12 330 800 000

Diskusjonsnotat

Av Eirik Ovnerud

Dette er en innlevering som representerer det avsluttende arbeidet på min fem-årige utdannelse. Mine tre første år av utdannelsen startet med en bachelor-grad i økonomi og ledelse ved Norges Naturvitenskaplige Universitet (NTNU), hvor bacheloravhandlingen tok for seg elementer ved *backsourcing-prosessen.* Deretter forsettet jeg utdannelsen min ved Universitetet i Agder og master i økonomi og administrasjon. Som en del av masteroppgaven og universitetets AACSB kreditering, kreves det et diskusjonsnotat som skal inneholde refleksjoner rundt konseptet «*International*». Dette notatet vil starte med en presentasjon av utdanningsløpet mitt. Deretter vil jeg presentere oppgaven min og koble oppgaven opp mot international-konseptet.

Mitt utdanningsløp startet med en bachelor-grad på NTNU på Gjøvik. Det var det første året skolen var innlemmet under NTNU, noe som var bakgrunnen for at jeg valgte dette universitet. Bachelorgraden fikk tittelen økonomi, ledelse og bærekraft, hvor jeg tidlig ble kjent med betydningen av bærekraft. Under utdanningsløpet på Gjøvik valgte jeg å gjennomføre et utvekslingssenter ved London Metropolitan University. Under dette semesteret tilegnet jeg meg mye nyttige erfaringer og kunnskap som jeg tar med meg videre i livet. Forelesningene i London var nokså ulik fra den norske metoden, både når det gjaldt undervisningsformatet og vurderingskriterier. Med et semester utenlands, skaffet jeg meg kunnskap om hvordan man samarbeider med ulike nasjonaliteter og fikk et mer helhetlig bilde av hvordan økonomien fungerer. Etter utvekslingssemesteret gikk veien hjem til Norge for å skrive en avsluttende bacheloroppgave. Siden høstsemesteret i England avsluttes i februar, måtte jeg skrive oppgaven alene. Tema for oppgaven var å utforske *backsourcing-prosessen*, som kort fortalt handler om å flytte produksjonen hjem til Norge, som tidligere hadde vært outsourcet. Etter NTNU gikk veien videre til Kristiansand og Universitetet i Agder med master i økonomi og administrasjon og økonomisk styring som spesialisering. Under mastergraden har de fleste av emnene foregått på engelsk, noe som setter et internasjonalt preg over utdannelsen.

I min avhandling utførte jeg en fundamental analyse av SalMar AS. Under utdanningsløpet dannet jeg meg grunnlag for å forstå mekanismene i finans og økonomien i sin helhet. Dette akselererte interessen min innenfor næringsliv- og finanssektoren og forhåpentligvis kan jeg danne en yrkeskarriere innenfor dette området. Det var derfor svært givende å få muligheten til å skrive en avhandling som angikk mine interesser og dermed teste ut teorien vi lærer i forelesning, gjelder i virkeligheten. Vi har sett gjennom pandemien en rekordstor pågang av nye aksje- og egenkapitalbeviseiere som har strømmet til børsen, i håp om avkastning (AksjeNorge, 2021). Da koronapandemien brøt ut, valgte Norges Bank å sette ned styringsrenten til 0 %, for å hjelpe næringslivet med utfordringene pandemien medførte. Dette førte til lave innskuddsrenter i bankene, og for å skape avkastning valgte mange derfor å bevege seg utover på risikoskalaen ved å investere i aksjer. Dette var noe som ikke bare skjedde her i Norge, men også internasjonalt. Den teknologiske utviklingen og handelsplattformer som tilbyr kurtasjefri handel, har gjort det lettere for mennesker å ta del i aksjemarkedet. Ved at mange nye mennesker fant veien til børsene, så vi unormale hendelser i det amerikanske aksjemarkedet hvor selskaper som Gamestop og kinoselskapet AMC som opplevde store kurssvingninger. Disse hendelsene førte til massive oppslag i mediene og store institusjonelle aktører har lidd økonomiske tap (Iversen, 2021). Dette har store internasjonale følger, ved at aktører nå må ta hensyn til enda et usikkermoment.

Valget av selskap havnet på SalMar AS, som opererer innenfor oppdrettssektoren. Dette er en næring som jeg vil argumentere for vil bli viktigere og viktigere for Norge i fremtiden. Olje- og gassnæringen er de to næringene som står for mesteparten av eksportinntektene til Norge, og det er vanskelig å se hvordan disse verdiene skal erstattes når vi skal redusere våre Co_2-utslipp. Dette var grunnen for at jeg ville gjennomføre et dypdykk inn i oppdrettssektoren og bygge opp kunnskapsbasen min innenfor dette området.

Å utføre en fundamental analyse krever en rekke ferdigheter som jeg har opparbeidet meg gjennom utdanningsløpet. Kunnskap innen regnskapsanalyse, strategi og finans er alle integrert inn i en verdsettelsesoppgave. En investor som utfører en verdsettelse må skaffe seg innsikt i hvordan selskapet skaper verdi, utforming av strategi og historikken deres. Dette er informasjon investoren bruker for å bedre prognostisere fremtiden som er grunnlaget i en verdsettelse. Det finnes ulike modeller en kan benytte ved en fundamental analyse, hvor jeg fokuserte på tre ulike modeller. Disse modellene er: ned-diskontering av fri kontantstrøm, superprofitt modellen og superprofittvekst modellen. Valget havnet på de tre modellene på bakgrunn av at under studiet var det disse ble det dedikert mest ressurser til.

En del av fundamental analyse er å utføre en strategisk analyse av selskapet. Denne analysen undersøker både eksterne- og interne forhold som påvirker selskapet. I den eksterne analysen utførte jeg en PESTEL- og porter fem konkurransekrefter analyse. Dette er viktige analyser som analyserer makro-omgivelser og bransjeforhold, for å avdekke trusler og muligheter som påvirker selskapet. Mesteparten av lakseproduksjonen som selskapene i Norge og SalMar produserer, blir eksportert til utlandet. Dette medfører at aktørene blir påvirket av internasjonale relasjoner og hendelser. Norges handelsrelasjoner med Kina har opplevd utfordringer siden nobelfredsprisutdelingen til dissidenten Xiaobo i 2010, som har medført at Kina stanset import av laks fra Norge i en lang periode (Kvale, 2018). Slike handelskonflikter skaper et uro-moment for aktørene i bransjen, og det er derfor viktig at Norge sørger for forutsigbare rammevilkår for sektoren slik at aktørene kan operere i stabile omgivelser. Med stabile og forutsigbare rammevilkår, kan selskaper ta langsiktige investeringsbeslutninger som vil gi økt verdiskapning i samfunnet. Samtidig ser vi at oppdrettsselskapene er veldig omstillingsdyktig ved at de klarer å opprettholde salgsvolum og øke inntektene. Da handelskonflikten med Kina oppstod, klarte bransjen å finne ny markeder som de kunne eksportere til. Det samme klarte de under Covid-19 pandemien, da hotel- og restaurantsegmentet stengte ned, klarte de å legge om driften til å produsere mer til bearbeidete produkter til dagligvaresegmentet.

En annen viktig faktor som påvirker selskaper og aksjekurser er renten. Som tidligere nevnt satte Norges Bank styringsrenten til 0 %, i tråd med sentralbanker verden over. Lave renter har en direkte påvirkning på aksjekurser ved at diskonteringsrenten blir lavere, noe som fører til at fremtidige kontantstrømmer blir mere verdt. Dette førte til at aksjekurser verden steg i tillegg til hjelp av kvantitative lettelser (Magnus, Ismail & Holter, 2021). Nå som vi er på vei ut av pandemien, skal støttetiltakene til næringslivet trekkes tilbake og Norges Bank har signalisert heving i styringsrenten (Norges Bank, 2021). Med den globale og åpne økonomien som Norge er, vil banken være begrenset hvor mye de kan sette opp renten i forhold til andre land som ikke har klart seg like godt gjennom pandemien. Det vil påvirke verdien av SalMar og selskapets fremtidige inntjening.

Med de lave rentene globalt, har vi sett inflasjonen har steget i stor deler av verden (Smialek, 2021). Inflasjon kan defineres som vedvarende prisvekst i det generelle prisnivået og kan beskrives som et fall i verdien av penger (Stoltz, 2019). Prisøkning fører til at selskapenes

innsatsfaktorer til produksjonen øker, som vil føre til marginpress. De flest oppdrettsselskapene har fôrkostnader som er sterkt knyttet til forskjellige råvarepriser, som har opplevd et sterkt oppsving, i tillegg til økte fraktkostnader (SalMar, 2021). Da pandemien brøt ut, opplevde mange selskaper press på sine verdikjeder og fraktnæringen hadde kapasitetsutfordringer (Iversen, 2021). Store deler av den slaktede laksen blir eksportert med fly, for å opprettholde kvalitet og ferskhet, og med Covid-19 gikk flytrafikken drastisk ned (Bøhren, 2021). Dersom oppdrettsselskapene ikke klarer å overføre kostnadspresset til kundene, vil lønnsomheten til bransjen reduseres.

Med et økende fokus på ESG i samfunnet, må næringslivet prøve å finne potensielle bransjer som kan prøve å erstatte den verdiskapningen olje- og gassindustrien har vært for landet. ESG er et akronym som består av de engelske ordene: «*Environmental, Social and Governance*». Dette retter fokus mot bærekraft som kan defineres: «*utvikling som imøtekommer dagens behov uten å ødelegge mulighetene for at kommende generasjoner skal få dekket sine behov*» (UN, 2021) Disse tre ulike dimensjonene er koblet sammen, og dannet grunnlaget for FNs 17 bærekraftmål. Disse målene ble vedtatt i 2015 som skulle danne et veikart mot utryddelse av fattigdom, bekjempe ulikhet og stoppe klimaendringene innen 2030. Vi har sett et økende fokus fra eiere, investorer og banker at selskaper over hele verden skal innarbeide bærekraft inn i sine forretningsmodeller. Dette gjelder ikke bare hva slags Co_2- utslipp selskapet har, men aspekter som mangfold i organisasjonen, korrupsjon og ansattes velvære er også en del av ESG-aspektet. Oppdrett av laks kan være med på å hjelpe verden til å løse FNs bærekrafts mål. SalMar støtter aktivt disse målene og innarbeider dette inn i deres forretningsprosesser. Matproduksjon står for en stor del av verdens klimautslipp og laks som en proteinkilde innehar en betydelig redusert andel Co_2- utslipp i sin produksjon (SalMar, 2021, s.24).

Med en voksende verdenspopulasjon, vil behovet for mat øke. I 2019 var 688 millioner mennesker underernært, som er en økning fra 629 millioner i 2014 (FN, 2021). Dette er et alvorlig problem som verden står ovenfor, og FN har satt søkelys på dette problemet ved å innlemme dette i sine bærekraftsmål. Målet handler om at utrydde sult, sikre matsikkerhet, bedre ernæring og fremme bærekraftig landbruk. Næringsprodusenter vil derfor spille en viktig rolle i samarbeid med FN i kampen for å utrydde sult.

I tillegg til ESG- trenden i næringslivet, har vi også sett et økende fokus på sunt kosthold i befolkningen. For å få en sunn og funksjonell kropp er det viktig å ha et variert kosthold som inneholder riktig type næringsstoffer og vitaminer. Fisk som en proteinkilde møter denne økende etterspørselen ved at laks har et høyt omega-3 innhold og andre viktige næringsstoffer. Sjømat Norge markedsfører norsk laks i utlandet også som et kvalitetsprodukt, som kan brukes i en rekke ulike matretter. Selskapet har utført en undersøkelse som viser at forbrukere foretrekker laks med norsk opphav (SjømatNorge, 2021). Dette vil gi norske oppdrettsselskaper en konkurransefordel ovenfor andre internasjonale aktører. Ved at næringen klarer å opprettholde denne merkevaren, kan aktørene fortsette å øke produksjonen uten at prisen reduseres.

Med dette som bakgrunn vil jeg argumentere for at det positive signaler for videre vekst i næringen. Dette er et viktig element når en analytiker skal utføre en verdivurdering. Fremtidig vekst er en av de viktigste verdidriverne i verdsettelse. Andre viktige verdidrivere å analysere er profittmarginen selskapene klarer å oppnå. Laks kan argumenteres for er et relativt homogent produkt, som forbrukeren ikke klarer å skille ut fra hvem som selger fisken. Det vil derfor være viktig å se hvilken aktør som klarer å oppnå høyest marginer, for å kunne stå imot mulige nedturer i lakseprisen. Ved bruk av verdsettelsesmodellene kom jeg frem til et

verdiestimat på 625 kr per aksje per 31.08.2021. Dette resulterte til en hold-anbefaling da aksjen handlet på 582,8, som ligger innenfor intervallet [562,5 kr – 687,5 kr].

Som tidligere nevnt tar SalMar FNs bærekraftsmål på alvor. Målene skal fungere som en felles global veiledning for land, næringsliv og sivilsamfunnet for å bekjempe fattigdom, ulikhet og stoppe klimaendringene (FN, 2021). Som følge av dette argumenterer PWC at selskaper som synliggjør sin bærekraftsprofil vil sikre rimeligere finansiering som vil ha en direkte påvirkning på kontantstrømmen (PWC, 2021). Det vil derfor være viktig at ledelsen i SalMar fortsetter å implementere en klar og tydelig bærekraftstrategi med gode måleparametere som sikrer interessenter transparens i selskapets drift. Dersom SalMar klarer å skille seg ut fra sine konkurrenter i bransjen på dette område, kan det gi grunnlag for et langsiktig konkurransefortrinn.

EUs nye taksonomi vil også spille en sentral rolle for selskapet og næringslivet generelt fremover. Denne taksonomien skal definere hva bærekraftige aktiviteter er og aktiviteten må oppfylle visse kriterier som omfatter bekjempelse av utslitt og påvirkning på miljø (NHO, 2021). Med veksten av fond som fokuserer på miljø og omstillingen til et grønnere næringsliv, har det oppstått et behov for denne definere denne sektoren. Dette vil også medføre mer gunstig kapitaltilgang for selskapene som blir karakterisert som bærekraftig, som kan resultere i bedre omdømme og derigjennom øke lønnsomheten. Noen av kriteriene fra EU ble implementert våren 2021, men alle trer inn fra 2023 og per skrivende stund er det fortsatt uklart om oppdrettsselskapene blir klassifisert som bærekraftige.

Som avslutnings vil jeg takke min veileder Leif Atle Beisland for gode veiledningssamtaler og forståelse for min situasjon. Det å gå løs på en masteroppgave alene har bydd på utfordringer med mye frustrasjon og fortvilelse. Det å skrive alene har fått meg til å se viktigheten av å jobbe i et felleskap, der hvor man kan diskutere med en partner angående relevante problemstillinger som dukker opp. Med en sparringspartner kan man bygge hverandre opp og motivere hverandre samtidig som man kan ta lærdom fra makkeren.

Kristiansand, desember 2021

Eirik Nilsen Ovnerud

Litteraturliste:

Bøhren, L. (2021, 19.september) Norsk oppdretter etter flykritikk: opplagt at skipsfart av laks er fremtiden. Hentet fra https://e24.no/hav-og-sjoemat/i/a7jyqL/norsk-oppdretter-etter-flykritikk-opplagt-at-skipsfrakt-av-laks-er-fremtiden

FN (2021) FNs bærekraftsmål. Hentet fra https://www.fn.no/om-fn/fns-baerekraftsmaal

FN (2021, 10. mai) Utrydde sult. Hentet fra https://www.fn.no/om-fn/fns-baerekraftsmaal/utrydde-sult

Iversen, M. (2021, 13.januar) Containerkrise og historiske høye shippingrater kan gi prishopp. *Dagens Næringsliv*. Hentet fra https://www.dn.no/utenriks/kina/shipping/sor-korea/containerkrise-og-historisk-hoye-shippingrater-kan-gi-prishopp/2-1-943545

Kvale, A. N (2018, 17 august) Norske laksekjemper fortsatt utestegnt fra Kina. *Dagens Næringsliv.* Hentet fra https://www.dn.no/havbruk/kina/liu-xiaobo/nordland/norske-laksekjemper-fortsatt-utestengt-fra-kina/2-1-400362

Magnus, C. H., Ismail, K. & Holter, M. (2021, 03.november) Fed bekrefter nedtrapping av støttekjøp og gir seg god tid til renteøkning. *Dagens Næringsliv.* Hentet fra https://www.dn.no/makrookonomi/federal-reserve/usa/renter/fed-bekrefter-nedtrapping-av-stottekjop-og-gir-seg-god-tid-til-renteokning/2-1-1093180
NHO (2021) EUs taksonomi og handlingsplan for bærekraftig finans. Hentet fra https://www.nho.no/tema/energi-miljo-og-klima/artikler/eus-taksonomi-og-handlingsplan-for-barekraftig-finans/

Norges Bank (2021) Pengepolitisk rapport 3/21 Med vurdering av finansiell stabilitet. Hentet fra https://www.norges-bank.no/contentassets/32cac77244f84c9a9d2d3a3cd8a98887/ppr_321.pdf?v=09/23/2021145915&ft=.pdf

SjømatNorge, (2021, 25 mai) Norsk laks- verdens mest populære fisk. *Sjømat Norge*. Hentet fra: https://seafood.no/aktuelt/nyheter/norsk-laks--verdens-mest-populare-fisk/

Smialek, J. (2021, 10. november) Fastest inflation in 31 years puts more heat on Washington. *The New York Times.* Hentet fra https://www.nytimes.com/2021/11/10/business/economy/consumer-price-inflation-october.html

Stoltz, G. (2019, 26.august) Inflasjon. Hentet fra https://snl.no/inflasjon

PWC (2021) Grønt lederskap gjøre bærekraft til et konkurransefortrinn. Hentet fra https://www.pwc.no/no/pwc-aktuelt/gront-lederskap-gjor-baerekraft-til-et-konkurransefortrinn.html