



Handelshøyskolen BI

BTH 36201 Bacheloroppgave - Økonomi og administrasjon

Bachelor thesis 100% - B

Predefinert informasjon

Startdato:	09-01-2023 09:00 CET	Termin:	202310
Sluttdato:	01-06-2023 12:00 CEST	Vurderingsform:	Norsk 6-trinns skala (A-F)
Eksamensform:	D		
Flowkode:	202310 10737 IN17 B D		
Intern sensor:	(Anonymisert)		

Navn:

Jon Isak Snefjellå Grønås, Bjørnar Tynes

Informasjon fra deltaker

Tittel *:	Verdsettelse av SalMar ASA
Navn på veileder *:	Johnny Olesen

Inneholder besvarelsen
konfidensielt
materiale? Nei

Kan besvarelsen
offentliggjøres? Ja

Gruppe

Gruppenavn: (Anonymisert)
Gruppenummer: 27
Andre medlemmer i gruppen:

Bacheloroppgave ved Handelshøyskolen BI

Verdsettelse av SalMar ASA



Eksamenskode og navn:

BTH 36201 Bacheloroppgave – Økonomi og administrasjon

Utleveringstidspunkt:

09.01.23

Innleveringstidspunkt:

01.06.23

BI Bergen

Denne oppgaven er gjennomført som en del av studiet ved Handelshøyskolen BI. Dette innebærer ikke at Handelshøyskolen BI går god for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet, eller de konklusjoner som er trukket.

Førord

Det er med stor glede vi presenterer denne bacheloroppgaven om verdsettelsen av SalMar ASA. Som avsluttende studenter innen økonomi og administrasjon er vi både stolte og spente over å kunne dele resultatene av vårt arbeid med dere. I løpet av våre tre år på Handelshøyskolen BI i Bergen har vi tatt flere valgekurs, men det var spesielt finansiell analyse & verdsettelse som vekket interesse. Med dette bestemte vi oss tidlig for å skrive en verdsettelsesoppgave, og valgte å skrive om et selskap innen fiskeoppdrett som virket svært spennende.

Vi ønsker å takke Johnny Olesen for hans gode veiledning gjennom hele prosessen. Hans kunnskap og engasjement har vært avgjørende for at vi kunne fullføre denne oppgaven på en tilfredsstillende måte.

Det har vært omfattende og krevende å finne all informasjon vi trengte uten å kontakte selve SalMar ASA. Det å sette seg inn i oppdrettsbransjen viste seg å være mer komplekst enn først antatt. Mye tid ble derfor brukt på å lese årsrapporter og relevante nyheter og artikler. Dette fant vi svært interessant og har lært mye på veien som vi vil ta med oss senere i arbeidslivet.

Denne bacheloroppgaven er et resultat av måneders hardt arbeid, dedikasjon og nysgjerrighet. Vi håper at våre funn og konklusjoner kan bidra til en dypere forståelse av hva som driver SalMar ASA som selskap, og deres fremtidsutsikter i oppdrettsbransjen.

Sammendrag

Denne bacheloroppgaven tar sikte på å verdsette SalMar ASA, et ledende selskap innen oppdrettsindustrien, og undersøke den fundamentale aksjeverdien per 31.12.2021. Vår analyse tar hensyn til politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, miljømessige og juridiske faktorer (PESTEL) som påvirker SalMar ASA. Vi har også utført en grundig intern analyse for å identifisere selskapets styrker, svakheter, muligheter og trusler (SWOT). Videre har vi gjennomført en regnskapsanalyse, inkludert lønnsomhetsanalyse og likviditetsanalyse, for å få innsikt i selskapets økonomiske helse. Gjennom drøfting av våre analyseresultater har vi vurdert styrker og svakheter ved de ulike verdsettelsesmetodene, samt eventuelle begrensninger og kritikk av analysene.

For totalkapitalkostnaden (WACC) beregnet vi en verdi på 7,07%. Vi anvender denne og en vekstfaktor på 2% til å diskontere de estimerte kontantstrømmene og terminalverdien ved hjelp av DCF-metoden og estimerte et kursmål på 554,48 NOK per aksje. For å supplere dette perspektivet har vi også gjennomført en komparativ verdsettelse hvor vi fikk en estimert aksjeverdi på 469,48 NOK per aksje og til slutt en Monte Carlo simulering for å bedre kunne forstå usikkerheten og risikoen forbundet med estimatene våre.

Basert på våre analyser og estimater har vi beregnet den estimerte aksjeverdien til SalMar ASA per 31.12.2021. Med en lik vektning på både den fundamentale og den komparative verdsettelsen konkluderte vi med en aksjepris på 511,98 NOK per aksje, noe som antyder en potensiell nedside på 15,71% ved å sammenligne denne verdien med markedsprisen for aksjen som per 31.12.2021 var 607,40 NOK. Vi har dermed vurdert aksjen til å være overpriset.

Innhold

1.0 Innledning	10
1.1 Problemstilling	10
1.2 Forutsetninger og begrensninger	10
2.0 Om selskap og bransje	10
2.1 Om SalMar	10
2.2 Oppdrettsbransjen	11
2.3 Oppdrettsprosessen	11
2.4 Historisk om oppdrettsbransjen	12
2.5. Konkurrenter	12
2.5.1 Bakkafrost	12
2.5.2 Lerøy Seafood Group	12
2.5.3 MOWI ASA	13
2.5.4 Grieg Seafood AS	13
3.0 Strategisk analyse	13
3.1 Ekstern analyse	13
3.1.1 PESTEL	13
3.1.2 Porters fem krefter	18
3.2 Intern analyse	20
3.2.1 Nytt partnerskap	20
3.2.2 Verdikjeden og kostnadseffektivitet	20
3.2.3 Innovasjon	20
3.3 SWOT	21
4.0 Regnskapsanalyse	22
4.1 Reformulering	22
4.1.1 Reformulering av resultatregnskapet	22
4.1.2 Reformulering av balanseregnskapet	23
4.2 Lønnsomhetsanalyse	24
4.2.1 Avkastning på investert kapital (ROIC)	25
4.2.2 Avkastning på egenkapital (ROE)	25

4.2.3 Avkastning på totalkapital	26
4.2.4 Common-size analyse	27
4.3 Likviditetsanalyse	27
5.0 Metode	29
5.1.1 Forberedelse	29
5.1.2 Formål	30
5.1.3 Tilnærming	30
5.2 Datainnsamling	30
5.2.1 Forskningsstrategi	30
5.2.2 Datagrunnlag	31
5.3 Dataanalyse	32
5.3.1 Analyseverktøy	32
5.3.2 Metodologiske kvaliteter og begrensninger	32
6.0 Finansielle modeller	33
6.1 Fundamental verdsettelse - Nåverdimodeller (DCF-modeller)	33
6.1.1 Kontantstrøm til totalkapitalen (FCFF)	33
6.1.2 Kontantstrøm til egenkapitalen (FCFE)	34
6.1.3 Kontantstrøm fra utbytte (DDM)	35
6.2 Komparativ verdsettelse - Multipler	35
6.2.1 Pris/Bok (P/B)	35
6.2.2 Pris/Fortjeneste (P/E)	36
6.2.3 Enterprise Value/EBITDA (EV/EBITDA)	36
6.2.4 Enterprise Value /EBIT (EV/EBIT)	36
6.3 Monte Carlo	36
6.3.1 Begrunnelse for valg av metode	37
6.4 Kapitalkostnad - WACC	37
6.4.1 Egenkapitalkostnad	38
6.4.2 Skatt	38
6.4.3 Risikofri Rente	39

6.4.4 Gjeldskostnad	39
6.4.5 Markedets risikopremie	40
6.4.6 Beta	40
6.4.7 Industribeta	41
6.4.8 Justert beta	42
6.4.9 Egenkapital- og gjeldsandel.....	43
6.4.10 Estimering av total kapitalkostnaden (WACC)	43
7.0 Fremtidsprognose	44
7.1 Driftsinntekter.....	45
7.2 Varekostnad	47
7.3 Lønnskostnader.....	47
7.4 Andre driftskostnader	48
7.5 Nedskrivninger	49
7.6 Inntekt fra tilknyttede selskap.....	49
7.7 Virkelig verdjustering.....	49
7.8 Avskrivninger	50
7.9 Skatt.....	51
7.10 Endring i netto arbeidskapital (NOWC)	51
7.11 Netto investeringer.....	52
7.12 Frie kontantstrømmer til total kapitalen - FCF	53
7.13 Beregning av terminalledd.....	53
7.16 Oppsummering - fremtidsprognoser.....	53
8.0 Verdsettelse	54
8.1 Discounted Cash Flow Valuation (DCF).....	54
8.2 Komparativ verdsettelse	55
8.2.1 Pris/Bok (P/B).....	55
8.2.2 Pris/Fortjeneste (P/E).....	55
8.2.3 Enterprise Value/EBITDA (EV/EBITDA).....	55
8.2.4 Enterprise Value /EBIT (EV/EBIT)	56

8.2.5 Konklusjon for multipler	56
8.2.6 Monte Carlo simulering	56
9.0 Kritikk av analysene	58
10.0 Konklusjon.....	59
11.0 referanseliste	60
12.0 Vedlegg.....	68
12.1 R-kode til Monte Carlo simulering.....	68
12.2 Excel	69
Formel 1: Return on invested capital	25
Formel 2: Enterprise value uendelige kontantstrømmer	33
Formel 3: Terminal ledd	34
Formel 4: Enterprise value definert periode	34
Formel 5: Market value of equity definert periode.....	34
Formel 6: Market value of equity definert periode - DDM	35
Formel 7: Totalkapitalkostnad	38
Formel 8: Egenkapitalkostnad	38
Formel 9: Skattsatsen s^*	38
Formel 10: Egenkapitalbeta.....	41
Formel 11: Industribeta.....	42
Formel 12: Levered egenkapitalbeta	42
Formel 13: Justert beta.....	43
Figur 1: Likviditetsgrad 1 for SalMar og sammenlignbare selskaper	28
Figur 2: Historisk likviditetsgrad 1 og 2 fra 2016 til 2021	29
Figur 3: Regresjon mellom SalMars og OSEBX månedlige avkastning.....	41
Figur 4: Monte Carlo simulering for aksjekursen til SalMar ASA.....	57

Tabell 1: SWOT-matrise.....	21
Tabell 2: Nøkkeltall fra det reformulerte resultatregnskapet	23
Tabell 3: Balanse omgruppert til finansielle og operasjonelle poster	23
Tabell 4: Reformulert balanse i NOA-format	24
Tabell 5: Endringen i ROIC år for år	25
Tabell 6: Historisk avkastning på egenkapital (ROE)	25
Tabell 7: Historisk avkastning på totalkapital (ROA)	26
Tabell 8: Viser forholdet mellom ulike poster i forhold til total revenue	27
Tabell 9: Kreditt vurderinger	39
Tabell 10: Utregning for gjeldskostnad etter skatt.....	40
Tabell 11: Utregning av SalMars levered beta	42
Tabell 12: Utregningen til egenkapitalkostnad	44
Tabell 13: Utregningen til WACC.....	44
Tabell 14: Gjennomsnittlig vekst for tonn slaktevolum.	45
Tabell 15: Historiske forward-priser per kg	46
Tabell 16: Andel salgsinntekter utgjør av driftsinntekter	46
Tabell 17: Gjennomsnittlig vekst for driftsinntekt	46
Tabell 18: Utregning til korrelasjon mellom driftsinntekter og varekostnad.	47
Tabell 19: Estimerte driftsinntekter og varekostnad.....	47
Tabell 20: Utregning til korrelasjon mellom driftsinntekter og lønnskostnader.....	47
Tabell 21: Estimerte driftsinntekter og lønnskostnader.	48
Tabell 22: Utregning for korrelasjon mellom driftsinntekter og andre driftskostnader.....	48
Tabell 23: Estimerte driftsinntekter og andre driftskostnader	49
Tabell 24: Gjennomsnittlig nedskrivninger.	49
Tabell 25: Gjennomsnittlig inntekt fra tilknyttede selskap.....	49
Tabell 26: Gjennomsnittlig verdjustering.....	50
Tabell 27: Korrelasjon mellom driftsinntekter og avskrivninger	50
Tabell 28: Korrelasjon mellom varige driftsmidler og avskrivninger.	51
Tabell 29: Korrelasjon mellom driftsinntekter og varige driftsmidler.....	51

Tabell 30: Estimerte varige driftsmidler og avskrivninger.	51
Tabell 31: Estimerte driftsresultat og grunnrenteskatt.....	51
Tabell 32: Estimerte netto arbeidskapital og netto arbeidskapital	52
Tabell 33: Estimerte NONCA, avskrivninger og netto investering.	52
Tabell 34: Utrekning for frie kontantstrømmer	53
Tabell 35: Utrekning for den estimerte aksjekursen.	54
Tabell 36: Utrekning for P/B og beregnet kursmål.....	55
Tabell 37: Utrekning for P/E og beregnet kursmål.....	55
Tabell 38: Utrekning for EV/EBITDA og beregnet kursmål.....	56
Tabell 39: Utrekning for EV/EBIT og beregnet kursmål	56
Tabell 40: Resultat av Monte Carlo simulering.....	58

1.0 Innledning

I denne oppgaven har vi skrevet en verdivurdering av SalMar ASA.

Vi har stor interesse for oppdrettsnæringen i Norge og ville skrive om et relevant selskap som har en stor markedsposisjon i markedet. I løpet av oppgaven vil vi ta for oss SalMar ASA finansielle rapporter, markedsforhold, strategi og fremtidige forventninger.

Formålet med denne oppgaver er å gi SalMar ASA en vurdering av deres markedsverdi, med det vil vi gi nyttig informasjon for potensielle investorer om aksjen er en god investeringsmulighet.

1.1 Problemstilling

Hovedproblemstillingen vår er:

“Hva er den fundamentale aksjeverdien til SalMar ASA per 31.12.2021?”

Dette gir oss grunnlaget for vår underproblemstilling:

“Gitt estimatene våre, er aksjeverdien under-, over- eller korrekt priset?”

1.2 Forutsetninger og begrensninger

SalMar er et stort konsern med mange virksomhetsområder. Vi erkjenner at den optimale tilnærmingen ville ha vært å verdsette hver komponent separat.

Imidlertid vurderer vi arbeidsmengden involvert i en slik tilnærming som betydelig, og derfor begrenser vi oss til å verdsette SalMar som en samlet enhet.

Vi har valgt å verdsette SalMar med regnskapsinformasjon fra 31.12.2021 og tidligere. Tall og informasjon som er hentet etter denne datoen er hentet fra eksterne kilder eller utregnet selv.

2.0 Om selskap og bransje

2.1 Om SalMar

SalMar ASA er et norsk oppdrettsselskap som spesialiserer seg på produksjon av atlantisk laks. De er blant de største og mest effektive lakseprodusentene i verden, og de har størst aktivitet langs kysten av Norge. I senere tid har de også blitt pionerer innen utvikling av havbasert oppdrett gjennom SalMar Aker Ocean (SalMar, 2023a).

SalMar ble grunnlagt i 1991 ved et oppkjøp av et konkursbo bestående av en konsesjon for oppdrett av laks og et slaktings- og bearbeidingsanlegg myntet på hvitfisk. Denne perioden var en av de mest urolige tidene i norsk oppdrettsnæring, hvor blant annet Fiskeoppdretternes Salgslag AL gikk konkurs samme året. Dette la grunnlaget for prosessering og videreforedling som ble et bærende element i historien om SalMar. Dette ble også starten på en stor strukturendring i industriell utvikling for den norske oppdrettsnæringen (SalMar, 2023b).

SalMar utviklet en vertikalt integrert forretningsmodell, som består av egen produksjon fra rogn/stamfisk til salg av ferdigvare. Dette bidro til å gjøre dem til den nest største oppdretteren av atlantisk laks i verden og gikk fra 11 ansatte til ca. 1900 (SalMar, 2023b).

2.2 Oppdrettsbransjen

Oppdrettsbransjen består av ulike aktører som samarbeider for å produsere sunn og bærekraftig sjømat. Disse aktørene består av oppdrettsselskaper, forskningsinstitusjoner, fôrprodusenter, utstyrsleverandører og regulerende myndigheter. Bransjen er stadig under utvikling av teknologi og metodikk som er med på å effektivisere produksjonsprosessen og redusere miljøavtrykket. I fremtiden vil de sitte på en viktig rolle for å møte den økende globale etterspørselen etter sjømat, samt å skape arbeidsplasser i kystsamfunnet rundt om i verden.

2.3 Oppdrettsprosessen

Fiskeoppdrett består av en krevende og omfattende prosess og kan deles opp i tre hovedfaser i livssyklusen til fisken. Den første fasen handler om gyting, hvor hannfisken melker rogn fra en kjønnsmoden stamfisk og deretter blander det sammen. Når fisken har blitt til yngel starter fase to som kalles smoltifisering. I en smoltifisering skal fisken gjøres klar for å tilpasse seg saltvatn ved en rekke indre og ytre endringer. Dette gjøres hovedsakelig ved å styre daglengden og vanntemperaturen, men før smoltifiseringen starter må fisken vokse til en viss størrelse for å kunne gjennomgå prosessen. Den siste fasen omhandler å føre fisken nok til å nå en viss størrelse som kan bli solgt til kunder (Misund, 2023).

2.4 Historisk om oppdrettsbransjen

I 1970 oppstod det et gjennombrudd ved oppdrett og endelig lyktes det med utsetting av laks i sjøvann. Gjennom målrettede investeringer i forskning har næringer vokst og utviklet seg sterkt siden den tid. I 2020 ble det produsert og solgt i underkant av 1,5 millioner tonn med norsk oppdrettsfisk med en samlet førstehåndsverdi på om lag 69 milliarder kroner. Sammenlignet med salg i 1994, hvor de solgte litt over 200.000 tonn med en verdi på om lag 10 milliarder kroner. Dette utgjør en vekst på 59 milliarder kroner i løpet av 26 år, som viser til at havbruk har blitt en viktig og betydelig næring i Norge i dag. Fiskeoppdrett er den nest største eksportnæringen vi har, og som verdens største produsent og eksportør av atlantisk laks har Norge et visst ansvar for å produsere bærekraftig (Nærings- og fiskeridepartementet, 2021a).

2.5.Konkurrenter

2.5.1 Bakkafrost

Bakkafrost har erfaring innen sjømat siden 1968, der deres fokus har vært på kvaliteten på sine førsteklasses lakseprodukter. Deres gode omdømme som pålitelige og ansvarlige har bidratt til å gjøre dem til en av de ledende produsentene av atlantisk laks. Rundt hovedkontoret på Færøyene har de perfekte oppdretts forhold i Nord-Atlanteren med kjølige og stabile havtemperaturer. Bakkafrost er som SalMar et vertikalt integrert selskap som har kontroll på alle aspekter fra fôr til ferdigvare (Bakkafrost, 2023).

2.5.2 Lerøy Seafood Group

Lerøy er et av de eldste selskapene som strekker seg helt tilbake til 1899 med hovedkontor i Bergen. De er mest kjent for sin produksjon av atlantisk laks, men holder også på med oppdrett av ørret og andre marine arter. Som en av de store i sjømatindustrien har Lerøy et av de mest omfattende distribusjonsnettverkene og leverer sjømat over hele verden. De fokuserer på å opprettholde høy kvalitet på sine produkter og opptre som skapende, åpne og ansvarlige (Lerøy, 2023).

2.5.3 MOWI ASA

Mowi hadde en beskjedent oppstart i 1964, men over tid har de blitt et av verdens største sjømatelskaper og verdens største produsent av atlantisk laks med 11.500 ansatte i over 25 forskjellige land. Selv om de er internasjonale, er de basert i Bergen og er kjent for sin betydelige produksjon av atlantisk laks som dekker en femtedel av den globale etterspørselen (Mowi, 2023).

2.5.4 Grieg Seafood AS

Grieg er, som de andre konkurrentene ovenfor, en av de største produsentene av atlantisk laks og er en av få med en vertikal integrert forretningsmodell som gir kontroll over hele verdikjeden, fra klekkeri til ferdigvare. Grieg etablerte seg i 1992 med hovedkontor i Bergen, som gjør dem til et av de yngre selskapene i bransjen. Fram til 2026 har de som mål å oppnå global vekst, og gå fra å være kun produsent av laks til å bli innovasjonspartner for utvalgte kunder (Grieg Seafood, 2023).

3.0 Strategisk analyse

3.1 Ekstern analyse

3.1.1 PESTEL

Forhold i utlandet og i Norge kan påvirke selskapets strategiske posisjon. Samtidig kommer utvikling i teknologi og trender i samfunnsutviklingen. Ved å analysere disse ytre påvirkningene som i stor grad påvirker SalMars forretningsområde, vil vi kunne avdekke viktig informasjon om deres strategiske posisjon. Makroforhold innen det politiske (P), økonomiske (E), samfunnsmessige (S), teknologiske (T), miljømessige (E) og juridiske (L) påvirker dermed selskapets kortsiktige og langsiktige konkurransesituasjon (Fjeldstad & Lunnan, 2023, s. 75)

3.1.1.1 Politiske faktorer

SalMar er avhengig av politiske avgjørelser om fiskekvoter og reguleringer for oppdrett av laks. I tillegg kan internasjonale handelsavtaler og importrestriksjoner påvirke selskapet.

For å opprette et anlegg hvor man kan drive fiskeoppdrett er det mye å ta hensyn til. Innbyggerne som bruker fjordene hvor etableringen skal skje, skal ha mulighet til å komme med sine synspunkter, og offentlige instanser må sørge for at viktige samfunnshensyn blir ivaretatt. Det må også foretas en søknad, som sendes til fylkeskommunen. Selve prosessen fra søknadsprosessen starter til oppdrettsanlegget er godkjent tar ofte ett år eller mer. Selve saksbehandlingen av søknaden derimot skal bare ta 22 uker (Laksefakta, 2022).

På tross av at nåværende finansminister og Senterpartiets Trygve Slagsvold Vedum, tidligere har lovet aktører i havnæringen at en grunnrenteskatt ikke ville bli noe av, foreslo regjeringen i 2022 å innføre nettopp en grunnrenteskatt på havbruk. Vedum sier selv at han «ikke husker» at han før valget kom til hovedkontoret til SalMar, Frøya, og påstå noe slikt (Witzøe, 2022).

Skatten kommer som følge av den ekstraordinære avkastningen innen havbruk de siste årene. Det er på sin plass at aktører som utnytter Norges ressurser til en slik grad skal bidra til fellesskapet, mener regjeringen. Skatten ble satt i effekt 1. januar. Grunnrenteskatten er en kontantstrømskatt, noe som vil si at investeringer og inntekter blir skattlagt løpende i det året de innvinnes/pådras (Finansdepartementet, 2022). Reglene omfatter også produksjon av laks som dermed påvirker SalMar direkte. Dette innebærer en effektiv sats på 35 prosent, men ettersom grunnrenteskatten blir beregnet etter selskapsskatten vil den effektive skatten være på hele 57 prosent (Regjeringen, 2023). Poenget med reglene er at bare de største aktørene skal betale denne grunnrenteskatten.

Grunnrenteskatten har fått flere følger for bransjen og SalMars ansatte spesifikt. En av følgende som kom av forslaget var at kontrakts markedet på laks visnet helt. Dette kommer av at grunnrenteskatten går ut ifra normpris på laks. Det vil si prisen som er fastsatt av løpende børspris. Dette avviker fra prisen lakseoppdretterne faktisk får for laksen sin (Knudsen, 2022). Dette kan følgelig pådra seg vansker for SalMar ettersom det er veldig vanlig å selge store deler av fisket ved hjelp av faste kontrakter. Dette kommer av at børsprisene svinger mye og selskapene ønsker forutsigbarhet. Selskapene risikerer dermed å betale skatt på en inntekt de ikke har.

Det ble bestemt i november 2022 å permittere 748 ansatte ved InnovaMar på Frøya samt 103 ansatte ved Innovar på Senja (Bøe, 2022). Permitteringene skulle gjelde fra 1. januar til 30. juni 2023, men så ble tonen en annen. Det kom senere nyheter om at alle de 851 ansatte som mottok permitteringsvarsler fikk fortsette å jobbe i SalMar (Bendiksen & Sveen, 2022). Dette er dog ikke realiteten i dag. Alle de 103 arbeiderne på Senja er fortsatt i jobb, men bare rundt 50 prosent av de 748 permitterte på Frøya kan si det samme (FriFagbevegelse, 2023)

3.1.1.2 Økonomiske faktorer

Inflasjonen er stigende og siste tall fra Statistisk sentralbyrå (SSB) viser at eksportprisen for fersk norsk laks var på 86,33 kroner per kilo i uke 52 i 2022, en økning fra 74,71 kroner uka før. Sammenlignet med uke 52 i 2021 og 2020 var kiloprisen på 68,38 kroner og 50,22 kroner henholdsvis. Således hadde lakseprisen i siste uke av fjoråret økt med 26% og 72% sammenlignet med samme uke i 2021 og 2020 (Nettavisen, 2023).

Fra inngangen av 2022 til utgangen av 2022 har Norge sett en heving av styringsrenten på til sammen 2,25 prosentpoeng. I starten av 2022 var styringsrenten på 0,50 prosent og endte i utgangen av 2022 på 2,75 prosent (Norges Bank, u.a.). Når styringsrenten øker i Norge, blir det dyrere å låne i norske kroner, men samtidig vil man få høyere rente i banken. Dette kan føre til at flere velger å flytte sine midler fra utenlandsk valuta til norske kroner, noe som øker etterspørselen etter norske kroner. En økt etterspørsel etter norske kroner kan styrke kronen mot andre valutaer. For SalMar, kan en styrket norsk krone føre til at det blir dyrere for utenlandske selskaper og aktører å importere laks fra Norge, noe som kan ha en negativ påvirkning på eksporten.

3.1.1.3 Sosiokulturelle faktorer

Lakseindustrien har opplevd en sterk økning i etterspørselen de siste årene, samtidig har transport av laks også blitt mer utfordrende med økt kapasitet og strengere regler for sjøtransport. Også under pandemien, da restauranter og transport stanset opp, økte den norske eksporten til land som stort sett videreforedler den norske laksen for salg i dagligvarebutikkene. Selv om det var

redusert fraktkapasitet, både for ferske og fryste varer til Asia og USA, førte dette til økte fraktpriser og redusert fleksibilitet. Likevel ble netthandel populært, og laks var en av de artene som økte mest for hjemmekonsum (Aandahl, 2021).

I dag er etterspørselen etter norsk laks på et høyere nivå enn før pandemien. Andelen laksefilet har økt fra 16% til 19%, både på grunn av fordelene med å sende mer mat per kasse med de økte fraktkostnadene, og på grunn av økt etterspørsel etter bearbeidet laks i dagligvarebutikkene. Analytikere forventer at etterspørselen vil fortsette å være sterk, men at transportproblemer kan fortsette å føre til høye priser og mer effektiv logistikk (Aandahl, 2021). Selskapene i lakseindustrien vil trolig måtte tilpasse seg endringene for å møte etterspørselen, men fremtidsutsiktene for lakseeksporten ser lys ut.

3.1.1.4 Teknologiske faktorer

Teknologi og innovasjon spiller en viktig rolle for SalMar i å oppfylle målet om å etterlate minimale miljøavtrykk. Ved å utvikle og implementere mer bærekraftige teknologier og innovative løsninger, kan SalMar redusere sin påvirkning på miljøet. For eksempel kan teknologier som gir bedre kontroll over vannkvaliteten i oppdrettsanleggene bidra til å redusere utslipp av forurensninger. Innovasjon kan også føre til mer effektive produksjonsprosesser, som igjen kan bidra til en reduksjon i ressursbruk og utslipp. Dette vil støtte SalMar sitt mål om å etterlate et minimalt miljøavtrykk (SalMar, 2023c).

SalMar har vedtatt en rekke tiltak for å oppnå dette målet, inkludert å redusere energiforbruket i oppdrettsanleggene, øke andelen av fornybar energi og iverksette mer miljøvennlige teknologier. Selskapet vil også fokusere på å redusere avfall og utslipp fra logistikk og transport. For eksempel har en ny resirkuleringsteknologi gjort det mulig for smoltanleggene å rense og gjenbruke 97% av ferskvannet, noe som øker produksjonen og reduserer vannforbruket. Teknologien er også stadig under videreutvikling for å sikre at vannforbruket per produksjonsvolum fortsetter å reduseres, noe som vil bidra godt i fremtiden (SalMar, 2023c).

3.1.1.5 Miljømessige faktorer

FNs bærekraftsmål er et globalt plan bestående av 17 mål og 169 undermål for å løse verdens største utfordringer, inkludert fattigdom, ulikhet, klimaendringer og miljøødeleggelser. Det overordnede målet med denne planen er en bærekraftig fremtid for planeten innen 2030 (FN-sambandet, 2023). SalMar støtter FNs 17 bærekraftsmål ved å arbeide for å integrere bærekraft i alle områder av virksomheten. Selskapet har satt mål for å redusere sitt klimagassavtrykk og har satt i gang tiltak for å oppfylle dette målet. SalMar har likevel et helhetlig fokus på virksomheten, som vil føre til en mer omfattende forståelse for deres bærekraftsmål, i stedet for å begrense seg til å fokusere på kun enkeltmål (SalMar, 2023d).

SalMar har satt et ambisiøst klimamål om å redusere sitt klimagassavtrykk med 42% fra 2020 til 2030. Dette målet er i tråd med FNs 1,5-gradersmål, som har som mål å begrense den globale oppvarmingen til 1,5 grader Celsius over pre-industrielt nivå (Leigland, 2022). Ved dette klimamålet viser SalMar engasjement for å spille en aktiv rolle i å bekjempe klimaendringer og bidra til en mer bærekraftig fremtid.

3.1.1.6 Lovmessige faktorer

Virksomheter som driver med oppdrett, må forholde seg til en rekke lover og reguleringer for å kunne drive virksomheten deres. Disse regelverkene er til for å beskytte velferden til laksen, det naturlige miljøet og opprettholde bærekraftige fiskebestander. Norge er en del av EUs marked for fisk og fiskeprodukter gjennom EØS-avtalen. Gjennom den avtalen er blant annet regelverket på veterinærområdet, den omhandler sjømatproduksjon i helhet, inkludert fôr, biprodukter, sjømattrygghet, og fiskehelse og velferd. Resultatet av dette regelverket er at Norge har mulighet til fri bevegelse når det kommer til fiskeprodukter og levende fisk mellom Norge og EU uten veterinær grensekontroll (Nærings- og fiskeridepartementet, 2022c).

Ifølge Havforskningsinstituttet kan rømming fra oppdrettsanlegg av laks og regnbueørret føre til negative virkninger på den ville laksebestanden. Rømt laks kan påvirke villaks ved å redusere det genetiske mangfoldet, øke smittespredning

fra parasitter, og fremkalle konkurranse om gyteområder (Thorvaldsen, 2023). Som et forsøk på å redusere mengden rømt laks, har myndighetene kommet med nye krav til rømmingssikkerhet og drift av oppdrettsanlegg. Dette har de gjort ved å innføre en ny forskrift som heter NYTEK-23 som har som mål å forhindre flukt av oppdrettsfisk ved å sørge for forsvarlig teknisk standard på oppdrettsanleggene (Nærings- og fiskeridepartementet, 2022).

3.1.2 Porters fem krefter

Porters fem krefter er en teori som bidrar til å undersøke og avdekke fem ulike konkurransekrefter som påvirker konkurransen i en bransje. Den gir innsikt i hvilke faktorer som er med på å drive konkurransen, og hjelper bedrifter med å identifisere deres styrker og svakheter, samt forsterke bedriftens langsiktige lønnsomhet (Investopedia, 2023).

3.1.2.1 Konkurransen i bransjen

Produksjon av laks er en stor og konkurransedyktig industri. De 20 største lakseprodusentene står for mer enn halvparten av all laks som produseres globalt, og SalMar er en av dem (Berge, 2020). De mindre aktørene i bransjen produserer på en betydelig mindre skala enn de større aktørene, og de blir derfor ikke ansett som store konkurrenter for SalMar. Det er fortsatt en sterk konkurranse blant de største aktørene i markedet, med mange små aktører som konkurrerer om å opprettholde eller øke sin markedsandel.

3.1.2.2 Trusler for nye aktører

Produksjonen av atlantisk laks på tradisjonelt vis er avhengig av spesifikke kriterier som inkluderer riktig sjøvannstemperatur og andre naturlige faktorer. I tillegg må man følge flere lover og lisenssystemer som varierer fra land til land (Laksefakta, 2021). Disse faktorene er med på å skape en geografisk begrensning, noe som skaper en høy inngangsbarriere for nye aktører. Oppstartskostnadene er også høye, da man trenger å investere mye i utstyr og lisenser for å etablere seg som lakseoppdretter. Som en følge av dette anses trusselen fra nye konkurrenter som lav til moderat.

3.1.2.3 Trusler for substitutter

For at et produkt skal kunne erstatte atlantisk laks, må det tilfredsstillende de samme kravene når det gjelder næringsinnhold, smak og pris. Hvis det fantes et billigere alternativ med samme næringsinnhold og smak, ville lakseindustrien opplevd økt press. Selv om det finnes noen andre arter, som ørret og coho, som kan være potensielle erstatninger for atlantisk laks, har de ikke nok volum til å fullstendig erstatte hele lakseindustrien (Bales, 2022). Basert på disse vurderingene, vurderer vi trusselen fra substitutter som moderat.

3.1.2.4 Kjøpernes forhandlingsmakt

SalMar har en etablert markedsposisjon som gjør at de kan forhandle frem gunstige avtaler med fôrleverandører og utstyrproducenter. SalMar er mindre avhengige av leverandørene enn noen av sine konkurrenter. De største kostnadene i lakseproduksjonen kommer fra fôrkostnader, og mens noen selskaper produserer sitt eget fôr slik som Mowi (Jensen, 2021), kjøper de fleste fôr fra noen få store leverandører slik som Skretting, EWOS og BioMar. Dermed kan kunder være eksponert for leverandørmakt på grunn av det lave antallet leverandører som produserer laksefôr. Kostnadene ved å bytte leverandører er imidlertid lave, og derfor er leverandørenes makt ansett som moderat.

3.1.2.5 Leverandørenes forhandlingsmakt

Mange leverandører tilbyr lignende produkter, men mange forskjellige kunder kjøper disse produktene. Dette betyr at en enkelt kunde har begrenset innflytelse på prising og kvalitet, men flere kunder som bytter til en annen leverandør kan påvirke forholdet mellom leverandøren og kunden. Produkter som laks er vanskelig å skille fra hverandre, og grossister kan lett forhandle om priser. Kunden kan lett bytte leverandør hvis produktene ikke oppfyller forventningene, og dermed er kjøpermakten moderat. Produsentene kan påvirke kjøpernes beslutninger ved å tilby kvalitetsprodukter og bærekraftige produksjonsmetoder, men de må også være konkurransedyktige og forstå kundenes behov for å tiltrekke og beholde kunder på lang sikt.

3.2 Intern analyse

Vi skal analysere SalMar sin interne situasjon ved hjelp av tilgjengelig offentlig informasjon. En intern analyse vil identifisere styrker og svakheter, ved verdikjeden, økonomi, organisasjon, teknologi, ressurser og kompetanse. Dette vil hjelpe SalMar å ta bedre beslutninger for å styrke sin posisjon i markedet.

3.2.1 Nytt partnerskap

SalMar har nylig inngått et partnerskap med Aker og sammen har de dannet SalMar Aker Ocean. SalMar eier 66,66% av SalMar Aker Ocean, mens resten eies av Aker. Dette partnerskapet har gjort dem til verdens ledende offshore selskap innen akvakultur, og de jobber aktivt med å utvikle offshore lakseproduksjon. SalMar og Aker har kombinert sin ekspertise og erfaring for å produsere laks med fokus på optimalisering av fiskevelferd og betingelser for laksen (SalMar, 2022, s. 71).

Det ble annonsert i juli 2021 at SalMar har anskaffet eierskapsandel i Nekton Havbruk AS og Refsnes Laks AS. Dette vil videre gi SalMar en økning på 5 500 tonn i MAB for lakseproduksjon i Sentral-Norge og gjøre at de ekspanderer enda mer. MAB betyr maksimalt hvor mye biomasse utslipp lakseproduksjonen til et selskap har lov til å produsere (SalMar, 2022, s. 71).

3.2.2 Verdikjeden og kostnadseffektivitet

En av de strategiske målene til SalMar er å produsere fisk til lavest mulig kostnad ved å ha den beste driftseffektiviteten (SalMar, 2023e). For å nå dette strategiske målet, har SalMar etablert en vertikal integrert verdikjede. Dette betyr at de har kontroll over hele produksjonsprosessen, fra stamfisk, rogn og smolt til høsting og salgsprosess. Noe som gir SalMar muligheten til å drive virksomheten til en betydelig lavere kostnad, og har gjort stor påvirkning til å gjøre dem til den mest kostnadseffektive oppdretteren i verden (SalMar, 2022, s. 70).

3.2.3 Innovasjon

Innovasjon er en annen faktor som er svært viktig for å være kostnadseffektive, her har SalMar startet et nytt produksjonsanlegg på Frøya som heter InnovaMar. InnovaMar er et moderne bygg på 17,500m² og benytter nytt avansert utstyr for

høsting, filetering og porsjonering. Denne nye utstyrsparken har bidratt til økt kvalitet på sluttproduktet, reduserte kostnader og bedre arbeidsmiljø for arbeiderne (SalMar, 2022, s. 16). I 2021 ble det også bygd et nytt smoltanlegg i Trøndelag, som vil bidra til en økning i produksjonen av smolt (SalMar, 2022, s. 71).

3.3 SWOT

Våre eksterne og interne analyser fremhever mye informasjon og data. Resultatene av analysene kan oppsummeres i en SWOT. Matrisen fremhever hovedpunktene i strategien om interne svakheter og styrker, og eksterne muligheter og trusler (Fjeldstad & Lunnan, 2023, s. 249).

Intern	
Styrker	Svakheter
<ul style="list-style-type: none"> - Vertikal integrert verdikjede - Kostnadseffektiv - Kombinere kompetanse med AKER - Innovasjonsevne 	<ul style="list-style-type: none"> - Biologiske utfordringer - Høyt kostnadsnivå - Ikke egenprodusert fôr
Ekstern	
Muligheter	Trusler
<ul style="list-style-type: none"> - Redusere økologisk fotavtrykk - Etablere egen produksjon av fôr - Effektivisering i logistikk - Lave renter og svak kronekurs 	<ul style="list-style-type: none"> - Nye skattelover - Substitutter for laks - Endring i trender - Inflasjon - Valutarisiko

Tabell 1: SWOT-matrise (Fjeldstad & Lunnan, 2023)

4.0 Regnskapsanalyse

4.1 Reformulering

Finansielle rapporter reflekterer ikke alltid klart selskapets driftsaktiviteter. For å tydeliggjøre selskapets inntjeningskraft, er det viktig å differensiere drifts- og finanspostene. Balansen inneholder både disse elementene, mens resultatregnskapet blandes med drift og finansiering. Så, for å klargjøre forholdet mellom drift og finansiering, må både resultatregnskapet og balansen reformuleres. Dette gir bedre innsikt i hva som driver selskapets lønnsomhet og dens utviklingstrender. Under den økonomiske analysen kan det oppstå små avvik eller uoverensstemmelser som skyldes avrundingsfeil, siden informasjonen fra årsrapporten er oppgitt i tusen norske kroner (NOK 1 000).

4.1.1 Reformulering av resultatregnskapet

Reformulering av resultatregnskapet i en verdsettelse er et viktig skritt for å bedre forstå og analysere selskapets økonomiske ytelse (Petersen et al., 2019, s. 107-108). Ved å reformulere resultatregnskapet kan vi skille mellom operasjonelle og finansielle elementer. Offentlige regnskapsrapporter inneholder ofte en blanding av både operasjonelle og finansielle elementer. Disse elementene bør skilles for å bedre forstå hvordan selskapets kjernevirksomhet presterer uavhengig av finansielle avgjørelser, som gjelds- og egenkapitalfinansiering. Reformulering gjør det mulig å se nærmere på de operasjonelle inntektene og utgiftene. Resultatregnskapet kan inneholde engangsposter som kan forvrengte bildet av selskapets lønnsomhet. Ved å reformulere resultatregnskapet kan man justere for disse, og få frem et mer normalisert bilde av inntjeningen. Med andre ord gjør en reformulering at verdsettelsen blir mer presis og informativ, noe som er kritisk for en nøyaktig og pålitelig verdsettelse. Etter å ha gruppert de operasjonelle og finansielle inntektene og kostnadene får vi den operasjonelle profitten etter skatt (NOPAT) som vist under. Reformuleringen tar hensyn til skatteskjold (tax shield) som er en skattefordel fordel for selskapet. Man oppnår denne skattefordelen siden finansielle kostnader er fradragsberettiget for selskaper som har gjeld

(Petersen et al., 2019, s. 112).

SalMar reformulert resultatregnskap						
in NOK 1 000	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Total revenues	9 029 814	10 817 238	11 342 554	12 237 589	12 912 341	15 043 945
Gross profit	4 633 125	6 094 764	6 757 063	6 467 562	7 041 764	7 715 972
EBITDA before special items	2 393 796	3 576 913	3 948 589	3 784 403	3 788 472	3 730 122
EBITDA	3 334 635	3 415 839	5 047 353	3 870 063	3 651 148	4 601 544
NOPAT	2 277 934	2 407 963	3 661 620	2 540 503	2 241 144	3 044 627
Net financial expenses	(30 365)	(144 952)	(107 008)	5 108	(298 530)	(158 905)
+/- tax shield from NFE (Net Fin. Exp)	7 591	34 788	24 612	(1 124)	65 677	34 959
Net income from continuing operations	2 255 160	2 297 799	3 579 224	2 544 487	2 008 291	2 920 681

Tabell 2: Nøkkeltall fra det reformulerte resultatregnskapet

4.1.2 Reformulering av balanseregnskapet

Reformulering av balanseregnskapet i en verdsettelse er også essensielt for å gi en mer nøyaktig og informativ analyse av selskapets økonomiske helse. Ved å reformulere balansen kan man få bedre innsikt i hvordan selskapet finansieres, noe som kan være spesielt viktig i en verdsettelseskontekst. For eksempel kan et selskap med høy gjeld fremstå som mer risikabelt enn et selskap med mer egenkapital. Reformulering av balansen kan også gi bedre innsikt i selskapets arbeidskapital, som inkluderer elementer som varelager, kundefordringer og leverandørgjeld. Forståelse av arbeidskapital er viktig da den påvirker selskapets kontantstrømmer og likviditet. Ved å reformulere balansen kan analytikere og investorer bedre vurdere hvordan selskapet utnytter sine eiendeler til å generere inntekt. Dette er et nøkkeltall som ofte brukes i verdsettelsesanalyser (Petersen et al., 2019, s. 114-115). Under er en oversikt over de operasjonelle og finansielle eiendelene og forpliktelsene, samt verdien på egenkapitalen.

SalMar reformulert balanse						
in NOK 1 000	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Operating assets	12 167 954	11 668 296	13 680 468	16 940 852	20 923 751	25 883 114
Financial assets	1 233 732	1 257 950	1 455 097	1 045 205	1 074 443	2 202 137
Total	13 401 686	12 926 246	15 135 565	17 986 057	21 998 194	28 085 251
Equity	6 680 833	7 668 128	9 139 842	9 740 100	10 986 902	15 483 176
Operating liabilities	3 307 061	3 454 361	3 727 499	3 869 985	4 533 104	5 383 191
Financial liabilities	3 413 792	1 803 757	2 268 224	4 375 972	6 478 188	7 218 884
Total	13 401 686	12 926 246	15 135 565	17 986 057	21 998 194	28 085 251

Tabell 3: Balanse omgruppert til finansielle og operasjonelle poster

NONCA (Net Operating Non-current Assets) er et mål på selskapets langsiktige operative eiendeler netto av langsiktig operativ gjeld. NONCA inkluderer typisk eiendeler og forpliktelser som er direkte knyttet til selskapets kjernevirksomhet, men som ikke er ventet å bli konvertert til kontanter i det kommende året.

SalMars NONCA inkluderer lisenser, goodwill, immaterielle eiendeler, varige

driftsmidler (PP&E) og utsatt skattefordel. NOWC (Net Operating Working Capital) er et mål på selskapets kortsiktige operative eiendeler netto av kortsiktig operativ gjeld. NOWC gir en indikasjon på selskapets evne til å dekke kortsiktige forpliktelser med kortsiktige eiendeler generert fra kjernevirksomheten.

Komponenter av NOWC for SalMar inkluderer biologiske eiendeler, andre råvarer, kundefordringer, andre fordringer, leverandørgjeld og betalbar skatt.

NOA (Net Operating Assets) er summen av NOWC og NONCA, og representerer de totale operative eiendelene i selskapet netto all operativ gjeld. NOA gir en indikasjon på den totale investeringen i driftseiendelene som kreves for å drive selskapets virksomhet. Denne indikatoren er spesielt nyttig for å evaluere selskapets kapitaleffektivitet og lønnsomhet over tid og kan ses under.

SalMar reformulert balanse						
in NOK 1 000	2016	2017	2018	2019	2020	2021
NONCA	4 553 018	5 167 523	5 454 010	7 923 996	11 400 917	14 281 830
NOWC	4 307 875	3 046 412	4 498 959	5 146 871	4 989 730	6 218 093
NOA	8 860 893	8 213 935	9 952 969	13 070 867	16 390 647	20 499 923
Equity	6 680 833	7 668 128	9 139 842	9 740 100	10 986 902	15 483 176
NIBL	2 180 060	545 807	813 127	3 330 767	5 403 745	5 016 747
Total	8 860 893	8 213 935	9 952 969	13 070 867	16 390 647	20 499 923

Tabell 4: Reformulert balanse i NOA-format

NIBL (Net Interest Bearing Liabilities) er et mål på selskapets netto rentebærende gjeld, det vil si totalen av all gjeld som pådrar rentekostnader, minus kontanter og kontantekvivalenter (finansielle eiendeler). NIBL gir en indikasjon på selskapets finansielle stilling, da det viser hvor mye gjeld selskapet har som det må betales renter på, justert for kontantbeholdningen. Denne indikatoren er nyttig når man vurderer selskapets gjeldsbyrde og dens evne til å oppfylle sine rente- og tilbakebetalingsforpliktelser.

4.2 Lønnsomhetsanalyse

En virksomhet kan ved bruk av en lønnsomhetsanalyse få en vurdering av hvor lønnsom de eller deres prosjekt er. Det vil også opplyse virksomheten hvor mye overskudd/underskudd de skaper, hvor mye kapital de vil trenge og hvordan de best mulig kan optimalisere lønnsomheten deres. Analysen bruker virksomhetens inntekter, kostnader, investering og finansiering, og sammenligner disse faktorene opp mot hverandre. Dette vil gi en god oversikt over hvilke områder som har forbedringspotensial og hvilke strategier som kan være ideelle (Dahle, 2020).

4.2.1 Avkastning på investert kapital (ROIC)

Lønnsomheten til en bedrift blir målt ved bruk av avkastning på investert kapital (ROIC). Vi har funnet ROIC til SalMar ved å dele den operasjonelle profitten etter skatt (NOPAT) på den investerte kapitalen som blir vist gjennom «net operating assets» (NOA) (Kinserdal & Plenborg, 2021, s.144). Formelen ser slik ut:

$$\text{ROIC} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{Invested Capital}}$$

Formel 1: Return on invested capital

Ved bruk av formelen ovenfor og tallene nedenfor har vi funnet ROIC og hvordan den forandrer seg gjennom vårt tidsspenn. Ekstraordinære investeringer innen offshore og ekspansjon av smolt kapasitet har bidratt til store anskaffelseskostnader (SalMar, 2022, s. 115 og 118). Dette har resultert i over 300% økning i NONCA fra 2016 til 2021, hvor de største endringene i anleggsmidler har bestått av lisenser og PP&E. Med en økt investert kapital, altså NOA, og en stabil NOPAT vil forholdet mellom disse to faktorene øke. Dette resulterer i at ROIC har en negativ vekst.

Return on invested capital (ROIC)						
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
NOPAT	2 277 934	2 407 963	3 661 620	2 540 503	2 241 144	3 044 627
NOA	8 860 893	8 213 935	9 952 969	13 070 867	16 390 647	20 499 923
ROIC (AT)	25,71 %	29,32 %	36,79 %	19,44 %	13,67 %	14,85 %
% Change ROIC		14,03 %	25,49 %	-47,17 %	-29,65 %	8,62 %

Tabell 5: Endringen i ROIC år for år.

4.2.2 Avkastning på egenkapital (ROE)

Ved å dividere nettoinntekten på egenkapital finner vi avkastningen på egenkapital. Den viser hvor mye fortjeneste en virksomhet klarer å skape i forhold til hvor mye egenkapital den har investert. Ved bruk av denne vil man også få en god indikasjon for hvor effektiv virksomheten er. Jo høyere avkastning på egenkapitalen, jo bedre er det for virksomheten (Visma, u.a.).

Return on equity (ROE)						
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
ROE	33,76 %	29,97 %	39,16 %	26,12 %	18,28 %	18,86 %

Tabell 6: Historisk avkastning på egenkapital (ROE).

Ovenfor er avkastning på egenkapital til SalMar illustrert, og den indikerer en negativ vekst. Dette er en konsekvens av økt overkurs (share premium) og tilbakeholdte inntekter (retained earnings), som har ført til en økning på 230% i total egenkapital i den historiske perioden. Årsaken til økningen i overkurs er utstedelsen av 4,5 millioner nye aksjer som følge av en emisjon i 2021 (SalMar, 2022, s.82).

4.2.3 Avkastning på totalkapital

Beregningen av avkastning på totalkapital (ROA) viser hvor mye nettoinntekt et selskap genererer i forhold til mengden totalkapital som er investert i selskapet. Dette finner man ved å dividere netto inntekt med totalkapital (Boyte-White, 2022). ROA inkluderer både egenkapital og gjeld, og vil gjøre det mulig å sammenligne lønnsomheten med andre selskaper i samme bransje. Det er viktig å ha i bakhodet at ROA ikke viser det fullstendige bildet av et selskaps økonomiske helse, siden den blant annet ikke tar gjeldsgrad og markedsandel i betraktning.

Return on assets (ROA)						
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
ROA	16,83 %	17,78 %	23,65 %	14,15 %	9,13 %	10,40 %

Tabell 7: Historisk avkastning på totalkapital (ROA).

SalMars avkastning på totalkapital har hatt en negativ vekst som illustrert ovenfor. Som tidligere nevnt, har en betydelig økning innen operasjonelle anleggsmidler (ONCA) resultert i en økning i totale eiendeler. Postene som har påvirket dette i stor grad er tomter og bygninger, maskiner og anlegg, båter og lektere samt eiendeler under konstruksjon (PP&E) og konsesjoner (licenses). Økningen kan ses på som en direkte konsekvens av investeringer innen offshore og ekspandering av smolt kapasiteten. De finansielle eiendelene (FA) og de operasjonelle omløpsmidlene (OCA) påvirker også de totale eiendelene, men har ikke bidratt til endringene i like stor grad. Ettersom nye investeringer fortsatt er i startfasen, vil de ikke være i stand til å generere inntekter før prosjektene er fullført og satt i drift. SalMar oppgir også i årsrapporten for 2021 at de påbegynte prosjektene ikke avskrives før de ferdigstilles (SalMar, 2022, s. 113). En økning i eiendeler uten tilsvarende økning i inntekter vil i mellomtiden resultere i en negativ vekst i ROA.

4.2.4 Common-size analyse

I en common-size analyse vil virksomheten få muligheten til å evaluere den økonomiske ytelsen til prosentandeler av et relevant referansepunkt.

Prosentandelen vil bli regnet ut ved å ta hver konto dividert på referansepunktet, og i dette tilfellet har vi brukt driftsinntekter (total revenue) som et referansepunkt. Gjennom å bruke driftsinntektene som referansepunkt vil vi få bedre innsikt i hvilke områder som bidrar mest til inntektene, og vil hjelpe med å identifisere trender eller områder som trenger oppmerksomhet (Kinserdal & Plenborg, 2021, s.163).

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Total revenues	9 029 814	10 817 238	11 342 554	12 237 589	12 912 341	15 043 945
COGS	48,69 %	43,66 %	40,43 %	47,15 %	45,46 %	48,71 %
Gross profit	51,31 %	56,34 %	59,57 %	52,85 %	54,54 %	51,29 %
Salaries and personell expenses	9,54 %	8,59 %	9,17 %	9,83 %	10,22 %	10,23 %
Other operating expenses	15,26 %	14,65 %	15,59 %	5,86 %	14,73 %	16,24 %
Write-downs of PP&E and intangible assets	0,00 %	0,04 %	0,00 %	12,09 %	0,24 %	0,02 %
EBITDA before special items	26,51 %	33,07 %	34,81 %	25,08 %	29,34 %	24,79 %
Income from Investments in associates	3,18 %	1,93 %	2,23 %	0,97 %	0,33 %	0,63 %
Fair value adjustments	7,24 %	-3,42 %	7,46 %	-0,27 %	-1,39 %	5,16 %
EBITDA	36,93 %	31,58 %	44,50 %	25,78 %	28,28 %	30,59 %
Depreciation and amortisation of PP&E and intangible ass.	3,96 %	3,83 %	4,30 %	0,01 %	6,05 %	5,34 %
EBIT	32,96 %	27,74 %	40,20 %	25,77 %	22,23 %	25,25 %
Reported tax expense	7,65 %	5,16 %	7,70 %	5,02 %	4,36 %	4,78 %
-/+ tax shield from NFE (Net Fin. Exp)	-0,07 %	-0,26 %	-0,19 %	0,01 %	-0,51 %	-0,22 %
=Operating tax expense	7,72 %	5,42 %	7,88 %	5,01 %	4,87 %	5,00 %
NOPAT	25,24 %	22,32 %	32,31 %	20,76 %	17,36 %	20,25 %
Net financial expenses	0,34 %	1,34 %	0,94 %	-0,04 %	2,31 %	1,06 %
+/- tax shield from NFE (Net Fin. Exp)	0,07 %	0,26 %	0,19 %	-0,01 %	0,51 %	0,22 %
Net Income	24,97 %	21,24 %	31,56 %	20,79 %	15,55 %	19,41 %

Tabell 8: Viser forholdet mellom ulike poster i forhold til total revenue.

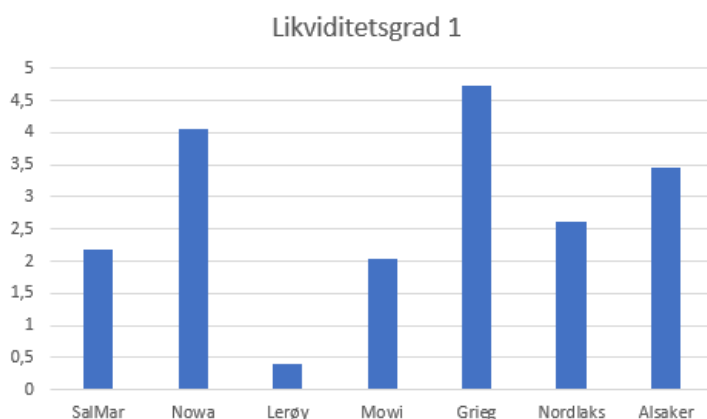
Varekostnaden (COGS) har en stabil prosentandel i forhold til driftsinntekten med nesten identisk andel i 2016 som i 2021. Dette viser til at de stiger parallelt, og med det mener vi at dersom inntektene stiger, stiger kostnadene like mye. Dette samsvarer med våre tidligere strategiske analyser, som indikerte at varekostnadene i lakseproduksjonen hovedsakelig består av kostnader knyttet til fôr. Disse kostnadene vil variere i tråd med produksjons- og salgsvolumet. Imidlertid viser de øvrige operasjonelle kostnadene i tabellen en økende veksttrend, som kan skyldes utilstrekkelig effektivisering i forhold til økende inntekt.

4.3 Likviditetsanalyse

En analyse av virksomhetens likviditetsrisiko vil gi innsyn om hvordan betalingsevnen til SalMar har utviklet seg gjennom årene, dette blir vist ved gjeldsandel og likviditetsgrad 1 og 2. En virksomhet med for lav likviditet

risikerer å ikke ha mulighet til å betale regninger og fullføre lønnsomme investeringer, og kan i noen tilfeller føre til konkurs (Kinserdal & Plenborg, 2021, s.209).

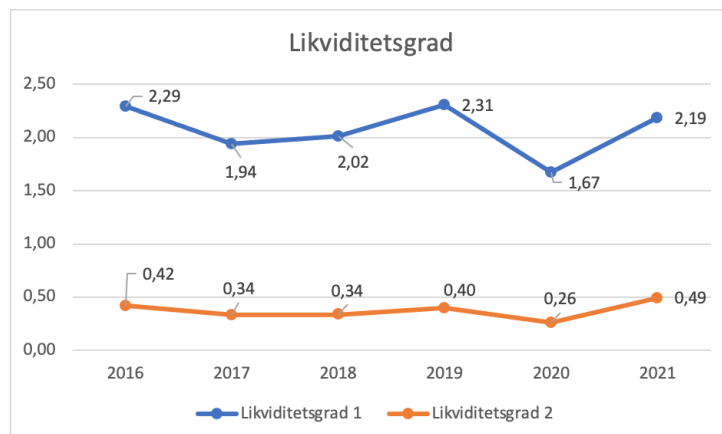
Ut ifra SalMars fluktuierende historiske data fra 2016 til 2021 er den gjennomsnittlige gjeld til egenkapital på 83%, hvor den på det laveste var på 65% i 2018 grunnet stor økning i tilbakeholdt inntekt. Historisk sett har likviditetsgrad 1 blitt anbefalt til å ligge på 2,00 eller over for å bli sett på som god, dette har i nyere tid blitt mye kritisert ettersom den er veldig bransjespesifikk. Dermed må man sammenligne seg med andre bedrifter i samme bransje for å få en pekepinne på hvordan man ligger an (Kinserdal & Plenborg, 2021, s.232) Vi har dermed valgt å sammenligne likviditeten med bransjen istedenfor et konkret tall. Sammenlignet med andre selskaper i samme bransje kan vi se at SalMar i 2021 hadde en nokså lik likviditetsgrad som de andre, bortsett fra Lerøy som hadde ikke tilfredsstillende likviditet. Denne analysen viser til at SalMar har en tilfredsstillende likviditetsgrad 1.



Figur 1: Likviditetsgrad 1 for SalMar og sammenlignbare selskaper.

SalMar har historisk sett holdt et tilfredsstillende nivå som illustrert nedenfor. Men som en konsekvens av Covid-19 pandemien opplevde SalMar et bekymrende stort fall i 2020, grunnet lavere inntekter og høyere gjeld (SalMar, 2021, s. 68). Likviditetsgrad 2 har historisk sett blitt sett på som gunstig dersom den var høyere enn 1, dette har SalMar ikke klart å oppnå i noen av årene vi har illustrert. Dette skyldes i stor grad at en betydelig del av selskapets omløpsmidler er investert i varelageret, som hovedsakelig består av laks. Dette kan også indikere utfordringer i selskapets evne til å konvertere sine omløpsmidler til

likviditet og kan påvirke selskapets evne til å håndtere kortsiktige forpliktelse. Likevel har likviditetsgradene holdt seg rimelig stabile, noe som kan antyde en begrenset risiko for betalingsvansker, selv under påvirkning av pandemien.



Figur 2: Historisk likviditetsgrad 1 og 2 fra 2016 til 2021.

5.0 Metode

I denne delen skal vi forklare den valgte forskningsmetoden vi har brukt i dette prosjektet. Denne metoden og dens metodologiske tilnærming gir oss en guide for hvordan vi skal adressere og finne løsninger på problemstillingen vår. Dette innebærer en bestemt prosess eller fremgangsmåte for å strukturere og gjennomføre studien, noe Grønmo (2016) forklarer som en bestemt plan for forskningsstudiet. Dette er ofte referert til som en forskningsprosess, og den inneholder fire faser: forberedelse, datainnsamling, dataanalyse og rapportering (Johannessen et al., 2020, s. 37). Siden hele bacheloroppgaven kan anses som en form for oppsummering av denne forskningsprosessen, vil vi i de etterfølgende avsnittene hovedsakelig konsentrere oss om de første tre fasene.

5.1.1 Forberedelse

I oppgaven, skal vi svare på to problemstillinger, en hovedproblemstilling og en underproblemstilling. Det er dermed essensielt med en grundig forståelse av det aktuelle selskapets bransje og relevant litteratur om verdsettelse. Gjennom mange år med interesse for aksjemarkedet, norske selskaper, og fiskenæringen, har vi oppnådd dyp innsikt i de makroøkonomiske effektene som kan være utslagsgivende for SalMar. Videre har vi bygget videre på kunnskapen vi har fra tidligere kurs i digitale verktøy, finansiell analyse, verdsettelse og makroøkonomi,

noe som har vært til stor hjelp i vår vurdering av verdsettelsesmetoder og deres relevans. Vårt arbeid har også blitt sterkt støttet av en rekke ressurser. Dette inkluderer materiale tilgjengelig via Itslearning, publisert av vår veileder Johnny Olesen, rapporter, bachelor- og masteroppgaver og artikler funnet gjennom skolens digitale og fysiske bibliotek, samt nettsteder som Yahoo Finance, Fishpool, Euronext og SalMar sin hjemmeside.

5.1.2 Formål

Målet med dette prosjektet er å gjennomføre en grundig analyse og vurdering av SalMar ASA. Vi oppnår dette ved å bruke to hovedsakelig forskjellige verdsettelsesmetoder for å estimere selskapets underliggende verdi og derfra kalkulere en antatt verdi per aksje. Basert på dette beregnede estimatet, vil vi deretter bedømme om aksjen, som handles på Oslo Børs, er priset for høyt, for lavt, eller korrekt.

5.1.3 Tilnærming

Innen forskning er det to tilnærminger som er vanligst å anvende: kvantitativ (deduktiv) og kvalitativ (induktiv) metode (L. Soiferman, 2010). Induktiv forskningsmetode tar utgangspunkt i observasjon av faktiske hendelser og fenomener. Denne metoden setter søkelys på å skape et så nøyaktig bilde av virkeligheten som mulig, uten å være bundet av bestemte forventninger eller detaljerte hypoteser. Deduktiv forskningsmetode derimot, går ut ifra teori og beveger seg mot empiri. Her tester man en påstand, ofte formulert som en konkret hypotese, som er hentet fra en etablert teori for å se om den er i tråd med den observerbare virkeligheten. Vi vil bruke eksisterende teorier og modeller for å verdsette SalMar gitt formålet vårt. Vår tilnærming er dermed deduktiv, ettersom vi tar utgangspunkt i teori for å finne ut om dette stemmer med empirisk data.

5.2 Datainnsamling

5.2.1 Forskningsstrategi

En casestudie er en nøye undersøkelse av en enkelt enhet, også kjent som kasusstudie eller eksempelstudie, hvor casestudie blir samlet av en forsker eller beslutningstaker (oss i dette tilfellet). Forskeren eller beslutningstakeren vil ved bruk av flere kilder skape et solid grunnlag og dermed trekke saklige

konklusjoner om forskningen. Denne forskningsmetoden er ifølge Johannessen et al. (2020, s. 212) en prosess som innebærer formulering av problemstilling, valg av case, valg av informanter, innsamling av data og etablering av kriterier for å analysere og tolke dataene.

I slike studier er det likevel viktig å understreke at de sjeldent gir en fullstendig oversikt over hele gruppen, ettersom den analyserte enheten ikke nødvendigvis representerer hele gruppen. Vi vil dermed klassifisere vår bacheloroppgave som en casestudie hvor flere enheter blir analysert, men vår hovedenhet er SalMar. Vår relevante informasjon er samlet fra ulike kilder, dette inkluderer blant annet kvartalsrapporter og årsrapporter, nyheter om selskapet og bransjen, faglitteratur, artikler, analyser fra finansielle institusjoner og markedssentiment fra banker og meglerhus. Dette vil gi en detaljert innsikt i SalMar og gi gode grunnlag for våre konklusjoner.

5.2.2 Datagrunnlag

For analysen vår utnytter vi både kvantitative og kvalitative data. Kvantitative data er kvantifiserbare verdier, ofte representert som tall eller statistikk, med hensikt å generalisere kunnskap, som beskrevet av Sucarrat (2021, s. 44). De utgjør hovedtyngden av vårt datagrunnlag og er bestående av tall som fremkommer av finansiell informasjon som årsregnskapet, nøkkeltall, makroøkonomiske data, markedsdata som inflasjon, renter og valutakurser og prognoser. Kvalitative data, derimot, er tekstbasert informasjon som gir mer rom for tolkning av undersøkelsesobjektet, og består av markedsforhold, selskapets forretningsmodell m.m. Dette gir oss verdifull innsikt i teoriene og antagelsene som er gjort og er avgjørende for at verdsettelsen blir helhetlig.

Vi skiller også mellom primærdata og sekundærdata. Primærdata, som observasjoner, intervjuer eller eksperimenter, samles inn for å besvare en spesifikk problemstilling. Sekundærdata, derimot, er allerede eksisterende informasjon som kan være en sammensetning av primærdata, omgjort til sekundærdata. Sekundærdata er sammenfattet informasjon fra de faktiske hendelsene eller resultatene (Sucarrat 2021, s. 45). Vi tar kun i bruk sekundærdata i oppgaven vår, både i form av rådata, som regnskapstall fra selskapets

årsrapporter, og oppsummerende data, som markedsrapporter fra Norges Bank, samt tall fra Damodaran. All denne informasjonen gir verdi til vår analyse og gir oss en omfattende forståelse av analysene og teoriene som er relevante for vår oppgave.

5.3 Dataanalyse

5.3.1 Analyseverktøy

Vår tilnærming til verdsettelsen inkluderer både strategiske og finansielle analyser, og vi bruker en rekke forskjellige teknikker og modeller. Vi legger særlig vekt på kontantstrømmodellen i den finansielle analysen, som hjelper oss å fastslå selskapets grunnleggende verdi. I tillegg vil vi sammenligne dette resultatet med multiplene vi beregner i den komparative verdsettelsen.

Kontantstrømmodellen tar i bruk ulike variabler, noe som gir oss et klarere bilde av hvilke elementer som har større eller mindre effekt på kontantstrømmen. Når vi gjennomfører en verdsettelse, støter vi på ulike usikkerhetsfaktorer knyttet til selskapets fremtidige drift, industrien og den overordnede økonomien, alle faktorer som påvirker det endelige resultatet. Gitt at fremtiden er usikker, vil vi bruke en kombinasjon av de nevnte teknikkene og modellene, for å takle denne usikkerheten.

5.3.2 Metodologiske kvaliteter og begrensninger

Til syvende og sist må verdsettelsen være pålitelig, og krever at analysene våre oppfyller en bestemt standard. Dette bringer oss til begrepene reliabilitet og validitet. Reliabilitet i denne sammenheng kan beskrives som påliteligheten eller holdbarheten av dataene. Det henviser til robustheten av en analyse eller en spesifikk måling, eller med andre ord, om vi kan stole på dataene. Validiteten på dette arbeidet er bestemt av forskjellige faktorer, som kvaliteten på de innsamlede dataene og hvilke data som er inkludert. En stor kilde til unøyaktigheter i verdsettelse er regnskapskvaliteten til selskapet som vurderes. En annen er dataene som er inkludert i empirisk analyse, som skal bestå av faktorer som direkte påvirker problemstillingen(e). Gyldighet eller plausibilitet sikrer at forskningen måler verdien av det som er hensikten med studien. Det resulterer i korrelasjon mellom dataene våre og fenomenet som undersøkes (Johannessen et al., 2020, s. 249). I tilfellet med denne oppgaven, forsøker vi å bruke data som er i

stand til å forklare fremtidige kontantstrømmer for SalMar. Pålitelighet er vanligvis ikke et problem ved innsamling av kvantitative data fra offentlige kilder, men regnskapskvaliteten bestemmer påliteligheten til årsrapportene. Pålitelighet og gyldighet brukes ofte i kvantitativ forskning som kriterier for kvalitet.

6.0 Finansielle modeller

Det er mange ulike måter å verdsette et selskap på og vi skal derfor i denne delen velge ut, ta i bruk og anvende ulike verdsettelsesmetoder. Vi vil forklare hvorfor vi har valgt disse metodene ved å veie opp både negative og positive sider ved modellene. Metodene vi har valgt å bruke er fundamental verdsettelse og komparativ verdsettelse.

6.1 Fundamental verdsettelse - Nåverdimodeller (DCF-modeller)

Nåverdimetoder handler om å estimere den fundamentale verdien til et selskap på bakgrunn av fremtidsprognoser i form av kontantstrømmer. Dette gjøres ved å bruke en diskonteringsrente som reflekterer risikoen selskapet kan møte i fremtiden, og ved å ta hensyn til at teorien om at kontanter er mer verdt i dag enn i morgen (time value of money) (Petersen et al., 2019, s. 300). Man kan enten estimere selskapsverdien (enterprise value) eller selskapets egenkapital (equity value).

6.1.1 Kontantstrøm til totalkapitalen (FCFF)

Metoden kjent som "enterprise value approach" eller kontantstrøm til totalkapitalen, fokuserer på selskapets samlede frie kontantstrøm.

Diskonteringsrenten som benyttes i denne metoden må reflektere selskapets totale risiko, det vil si både eier- og kredittrisikoen. Denne renten er totalkapitalkostnaden også kjent som WACC (Petersen et al., 2019, s. 305).

I formelen er det lagt til grunn at det finnes uendelige frie kontantstrømmer i fremtiden.

$$\text{Enterprise value}_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$$

Formel 2: Enterprise value uendelige kontantstrømmer

Ifølge denne modellen er det bare de frie kontantstrømmene samt totalkapitalkostnaden (WACC) som påvirker selskapets markedsverdi. Dette tilsier dermed at selskapet påvirkes positivt av voksende frie kontantstrømmer og en synkende kapitalkostnad (Petersen et al., 2019, s 305). En vanlig antakelse innen slike modeller er at selskapene har en uendelig levetid, men ettersom dette er urealistisk regner man derfor ut en terminalverdi (terminal value). Gitt ved:

$$\text{Terminal Value} = \frac{FCFF_{n+1}}{WACC - g_n}$$

Formel 3: Terminal ledd

Disse to sammen gir grunnlaget for to-trinns modellen under:

$$\text{Enterprise value}_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{WACC - g_n} \times \frac{1}{(1+WACC)^n}$$

Formel 4: Enterprise value definert periode

Vi kan se fra modellen over at den estimerer hele selskapets verdi istedenfor markedsverdien til egenkapitalen. Vi kan derfor trekke ut netto rentebærende gjeld (NIBD) fra resultatet modellen gir oss for å finne estimert markedsverdi av egenkapitalen (Petersen et al., 2019, s.305).

6.1.2 Kontantstrøm til egenkapitalen (FCFE)

"The equity value approach", eller kontantstrøm til egenkapitalen, er en nåverdimodell som ligner metoden for kontantstrøm til totalkapitalen (FCFF). Denne metoden fokuserer på å estimere markedsverdien av egenkapitalen i stedet for selskapets samlede verdi. Dette oppnås ved å utelate kontantstrøm som er rettet mot kreditorer fra beregningen, og ved å bruke kun eierne sine forventede avkastningskrav som diskonteringsrente. Egenkapitalkostnaden, som brukes som diskonteringsrente, er ofte høyere enn WACC (totalkapitalkostnad), fordi eierne får betalt etter kreditorene, tar de på seg høyere risiko og forventer en høyere avkastning (Petersen et al., 2019, s.306-307). Her er formelen for egenkapitalmetoden, som illustrert nedenfor:

$$\text{Market value of equity} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFE_t}{(1+re)^t} + \frac{FCFE_{n+1}}{re - G} \cdot \frac{1}{(1+re)^n}$$

Formel 5: Market value of equity definert periode

6.1.3 Kontantstrøm fra utbytte (DDM)

Selv om "dividend discount model" ikke er den mest benyttede metoden, danner den grunnlaget for de to foregående modellene. Denne modellen ble introdusert av Williams i 1938 og hevder at selskapets verdi tilsvarer verdien av alle fremtidige utbyttebetalinger, pluss et eventuelt likviditetsutbytte. Ifølge denne modellen, kan verdien av selskapets egenkapital kun påvirkes av endringer i utbyttet og/eller endringer i forventet avkastning (Petersen et al., 2019, s 302). Formelen er vist under:

$$\text{Market value of equity} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{Dividend } t}{(1 + re)^t} + \frac{\text{Dividend } n + 1}{re - G} \cdot \frac{1}{(1 + re)^n}$$

Formel 6: Market value of equity definert periode - DDM

6.2 Komparativ verdsettelse - Multipler

En relativ verdsettelse basert på multipler er også en populær metode og kalles gjerne komparativ eller multippel verdsettelse. En verdsettelse basert på denne metoden baserer seg på den relative prisingen av sammenlignbare selskaper sin inntjening (Petersen et al., 2019, s 317-318). Generelt sett er "multipler" en generisk betegnelse for en rekke forskjellige indikatorer som kan brukes til å verdsette en aksje. En multippel er rett og slett et forholdstall som beregnes ved å dele en finansiell størrelse på en annen. Multipler-tilnærmingen er en metode for sammenlignbar analyse som søker å verdsette lignende selskaper ved hjelp av de samme finansielle måltallene (Smith, 2022). Det finnes mange forskjellige multipler innenfor økonomi og finans, som kan variere avhengig av hva vi måler. De vi har valgt å bruke er:

6.2.1 Pris/Bok (P/B)

Denne sammenligner markedsverdien med dens bokførte verdi for å finne hvilke selskaper som er undervurderte. Den blir beregnet ved å dividere selskapets nåværende aksjekurs per aksje med dens bokførte verdi per aksje (BVPS). Den blir vanligvis brukt av investorer som vil finne potensielle investeringer, hvor de som har under 1,0 blir vanligvis sett på som solide investeringer (Fernando, 2022).

6.2.2 Pris/Fortjeneste (P/E)

Pris-til-fortjeneste forholdet blir brukt til å verdsette et selskap og måler den nåværende aksjekursen i forhold til inntjeningen per aksje (EPS). Denne multippelen er også kjent som pris-multiplikatoren eller fortjeneste-multiplikatoren. Den brukes også til å sammenligne den historiske data til et selskap eller å sammenligne samlede markeder mot hverandre eller over en periode. En høy P/E vil bety at selskapets aksje er overpriset og at investorer forventer en høy vekst i fremtiden, denne kan estimeres basert på historiske tall eller fremtidige prognoser (Fernando, 2023).

6.2.3 Enterprise Value/EBITDA (EV/EBITDA)

Denne brukes også til å bestemme verdien av et selskap, men ved å ta bedriftens verdi dividert på fortjeneste før renter, skatt, avskrivninger og amortisering (EBITDA). Denne multippelen tar hensyn til selskapets gjeld og kontantbeholdning i tillegg pris per aksje, og relaterer til verdien til selskapets kontantfortjeneste. Her vil en såkalt “god” eller “dårlig” multiplikator være avhengig av bransjen en evaluerer (Hayes, 2022).

6.2.4 Enterprise Value /EBIT (EV/EBIT)

Denne er en målestokk som måler forholdet mellom bedriftens verdi og fortjeneste før renter og skatt. Den brukes til å sammenligne den relative verdien til ulike selskaper. Forholdet mellom EV/EBIT er nokså lik P/E, men denne kompenserer for noen svakheter med forholdet P/E. Den er også ganske lik EV/EBITDA bare at EV/EBIT tar med avskrivninger og amortisering (CFI, 2022).

6.3 Monte Carlo

For å analysere sannsynligheten for at netto nåverdi (NPV) er nøyaktig med svingende underliggende variabler, som diskonteringsrater eller vekstrater, kan man bruke en Monte Carlo-simulering. Denne simuleringen gir en fordeling av aksjepriser med sannsynligheten for at hvert resultat skal inntreffe. Det er et nyttig verktøy for å begrense og analysere usikkerheten knyttet til små ikke-systematiske svingninger. Monte Carlo-simuleringen ligner på en sensitivetsanalyse, men med fordelene av å variere flere variabler samtidig. Mens

en sensitivitetsanalyse på enkelte variabler kan kaste lys over hvor sensitiv modellen er for den gitte variabelen, gir Monte Carlo-simulering et mer realistisk bilde av hvordan modellens resultat kan variere. Simuleringen utføres ved hjelp av programmet R, som trekker tilfeldige verdier for variablene. Programmet leser deretter resultatet fra modellen og lagrer det som en realisering av modellen. Antall iterasjoner ble satt til 10 000 for å oppnå et høyt detaljnivå av resultater. Fordelingen av tilfeldige tall har blitt satt til en uniform fordeling. Den uniforme fordelingen ble valgt for ikke å skifte resultatene i noen retning. Monte Carlo-simuleringen kan utføres med alle variabler som påvirker netto nåverdi, det vil si ved å bruke underliggende variabler som påvirker inntekt eller kostnader, for å analysere effekten av disse variablene.

6.3.1 Begrunnelse for valg av metode

Verdsettelsesmetodene som passer best kan variere mellom ulike selskaper. Vi har presentert tre teknikker for å beregne egenkapitalverdi og en teknikk for å bestemme selskapets verdi (EV). Alle metodene har sine styrker og svakheter. For eksempel, med utbyttmodellen er det en stor utfordring å forutsi fremtidige utbyttebetalinger. Vi ser også en ulempe med FCFE-metoden, siden den overser gjeldsfinansiering. På den annen side mener vi at sammenlignende verdsettelse kan gi en solid indikasjon på aksjeprisen, spesielt når vi har relevante sammenlignbare selskaper. Vi har konkludert med at det er mest fornuftig å bruke FCFF-metoden (kontantstrøm til total kapital) som vår primære verdsettelsesmetode. Dette vil være vår startmetode, men siden det vil være variasjoner mellom våre estimater og virkelige tall, vil vi også benytte komparativ verdsettelse og en Monte Carlo simulering som supplement for å styrke resultatene våre.

6.4 Kapitalkostnad - WACC

For å kunne ta i bruk nåverdmodellen vi har valgt ut trenger vi å først regne ut total kapital kostnaden eller WACC. Dette er det vektete avkastningskravet til både eierne og kreditorene som vi bruker for å neddiskontere de estimerte kontantstrømmene til total kapitalen (FCFF) (Petersen et al., 2019, s 340-341). Formelen kan ses nedenfor:

Hvor:

k_T = Totalkapitalkostnad
 k_E = Egenkapitalkostnad
 w_E = Andel egenkapital (markedsverdi)
 w_G = Andel netto rentebærende gjeld
 k_G = Gjeldskostnad
 s_S = Selskapsskatt

Formel 7: Totalkapitalkostnad

$$k_T = k_E * w_E + k_G * (1 - s_S) * w_G$$

6.4.1 Egenkapitalkostnad

Eiernes avkastningskrav eller egenkapitalkostnaden er det en investor kan forvente av avkastning, gitt en viss mengde systematisk risiko. Det er vanlig å bruke kapitalverdimodellen (CAPM) når man skal finne egenkapitalkostnaden til et selskap, selv om det finnes andre måter, valgte vi å bruke denne. Ideen bak bruken av CAPM er at ved å sitte på en bred nok portefølje av aksjer, vil investorer bare betale for risikoen de ikke kan diversifisere bort. Altså bare den systematiske risikoen. Ligningen som brukes for å regne ut egenkapitalkostnaden kalles også for verdipapirmarkedslinjen og viser likevekten mellom markedets risikopremie og risikopremien til et selskap (Petersen et al., 2019, s 345).

Kapitalverdimodellen med toleddsskatt er vist under.

Hvor:

k_E = Egenkapitalkostnad
 r_f = Risikofri rente

$$k_E = r_f * s^* + \beta_E * [E(r_m) - r_f * s^*]$$

β_E = Systematisk risiko på egenkapitalen (levered beta)

Formel 8: Egenkapitalkostnad

$E(r_m)$ = Forventet avkastning på markedsporteføljen

$s^* = (1 - s_K) / (1 - s_E)$, hvor s_K og s_E er skattesatsen på henholdsvis renteinntekt og egenkapitalinntekt

6.4.2 Skatt

Skattesatsen s^* reflekterer forskjellen i investorbeskatning. Denne består av skatt på renteinntekt og skatt på egenkapitalinntekt. Jo mer s^* avviker fra 1, desto mer diskriminerende er beskatningen på investorleddet. Ettersom SalMar betaler utbytte til sine investorer må skattejusteringen gjøres med s^* og ikke med $(1 - s_S)$ (*Finansering, Skatt Og Verdi: En Detaljert Gjennomgang*, 2016). For å finne skatten på egenkapitalinntekt må vi oppjustere selskapsskatten på 22% med en oppjusteringsfaktor på 1,72 (Skatteetaten, u.a.). Vi får så en formel skatt på egenkapitalinntekt på 37,8% hvor den effektive satsen er uvisst og en skattesats s^* på 1,25 som vist under.

Hvor:

s_K = Skatt på renteinntekt

s_E = Skatt på egenkapitalinntekt

$$s^* = \frac{1 - s_K}{1 - s_E} = \frac{1 - 22\%}{1 - 37,8\%} = 1,25$$

Formel 9: Skattsatsen s^*

6.4.3 Risikofri Rente

For å bestemme hvilken risikofri rente man skal bruke, må man se på hvor lang investeringshorisont du har i selskapet eller aksjen. Den mest korrekte risikofrie renten anses å bruke den lengste statsobligasjonsrenten (10 år) og legge til en kalkulert prisstigning (Sander, 2022). Ifølge PwC er det størst andel (43%) som bruker 3 % som normalisert risikofri rente, og det er 94 % av respondentene som svarer at de bruker 3 % eller lavere (PwC, 2022, s. 7). Vi anser SalMar til å være en langsiktig investering og det vil dermed være mer passende å bruke den lengste statsobligasjonsrenten på 10 år. I 2021 var den tiårige risikofrie statsobligasjonsrenten 1,397%, mens den steg til 2,835% i 2022 (Norges Bank, u.a.). Når vi skriver i 2023 og har tilgang til tallene for risikofrie renter fra 2022, vil det være mer hensiktsmessig å bruke disse tallene for å gjennomføre en mest mulig korrekt analyse. Vi vil derfor benytte den risikofrie renten fra 2022 (2,835 %) i vår analyse basert på tilgjengelige årsrapporter og regnskapsdata fra SalMar som gjelder frem til og med 2021.

6.4.4 Gjeldskostnad

For å finne gjeldskostnaden har vi valgt å bruke Aswath Damodorans metode om syntetiske kreditt vurderinger (Damodaran, u.a.), som tar hensyn til både risikofri rente og kredittspredan til selskapet. Kredittspredan er differansen mellom den effektive lånerenten og risikofri rente, og representerer kompensasjonen långivere krever for å ta på seg kredittrisiko. Vi må først estimere SalMars interest coverage ratio som beregnes ved å ta driftsresultatet (EBIT) delt på rentekostnaden. SalMar har i 2021 et driftsresultat på 3 798 408 TNOK og en rentekostnad på 184 646 TNOK. Dette gir oss en interest coverage ratio på 20,57.

If interest coverage ratio is			
greater than	≤ to	Rating is	Spread is
-100000	0,499999	D2/D	20,00 %
0,5	0,799999	C2/C	17,50 %
0,8	1,249999	Ca2/CC	15,78 %
1,25	1,499999	Caa/CCC	11,57 %
1,5	1,999999	B3/B-	7,37 %
2	2,499999	B2/B	5,26 %
2,5	2,999999	B1/B+	4,55 %
3	3,499999	Ba2/BB	3,13 %
3,5	3,999999	Ba1/BB+	2,42 %
4	4,499999	Baa2/BBB	2,00 %
4,5	5,999999	A3/A-	1,62 %
6	7,499999	A2/A	1,42 %
7,5	9,499999	A1/A+	1,23 %
9,5	12,499999	Aa2/AA	0,85 %
12,5	100000	Aaa/AAA	0,69 %

Tabell 9: Kreditt vurderinger.

Som vi ser fra tabellen over får SalMar kredittvurderingen Aaa/AAA, noe som tilsier en kredittspread på 0,69%. Legger vi dette til den risikofrie renten får vi en gjeldskostnad før skatt på 3,53%. Når vi så multipliserer med skattesatsen s^* som vi tidligere regnet ut får vi en gjeldskostnad på 4,42% som vi kan se under.

Gjeldskostnad (kd)	
Risikofri rente	2,835 %
Driftsresultat (EBIT)	3 798 408
Rentekostnad	184 646
Interest coverage ratio	20,57
Estimert bond rating	Aaa/AAA
Estimert kredittspread	0,69 %
Estimert gjeldskostnad f.s.	3,53 %
s^*	1,25
Gjeldskostnad etter skatt	4,42 %

Tabell 10: Utregning for gjeldskostnad etter skatt.

6.4.5 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie forteller oss forskjellen på hvilken forventet avkastning på markedsporteføljen og risikofri rente. Altså den viser en indikasjon for hvor stor kompensasjon en investor vil kreve for å heller investere i markedsporteføljen. Denne finner man ved bruk av den historiske avkastningen markedet har hatt, ved å se på Oslo Børs mellom 1958 og 2005 var den på 6,2% ekskludert 10% av de høyeste og laveste tallene. Men nå i mer moderne tider blir det argumentert for at denne er lavere enn dette, grunnet lavere inflasjonsrisiko og mer diversifiserte investorer. De mener at den mer korrekte er 5 % etter skatt (Sander, 2022). I tolv påfølgende år har PwC samarbeidet med Forening for finansfag Norge (FFN) og nådd til samme konklusjon som tidligere nevnt, med 5%. De siste syv årene har denne vært relativt stabil rundt 5%, med noen små svingninger, men har en median på 5% (PwC, 2022, s. 8). Vi benytter dermed 5 % som risikopremie for markedet i våre beregninger.

6.4.6 Beta

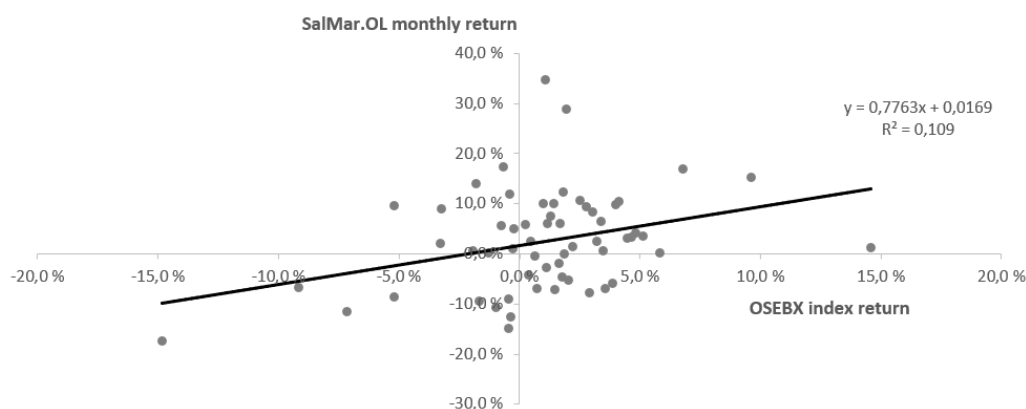
Som vi kan se fra kapitalverdimodellen tidligere presentert, vil egenkapitalkostnaden øke hvis den systematiske risikoen (β_e) øker. Dette kan forklares ved at desto høyere risiko et selskap har, jo mer vil investorer kreve kompensasjon for å investere i selskapet. En egenkapitalbeta (β_e) på 0, tilsvarer en risikofri investering. Er denne lik 1, vil dette si at aksjeinvesteringen har lik

systematisk risiko som markedet. Er den lavere enn 1 har den lavere systematisk risiko og om den er høyere enn 1 har den høyere. Vanligvis er egenkapitalbetaen (β_e) regnet ut ved å bruke historisk avkastning. Betaen finnes ved kovariansen mellom et spesifikt selskaps avkastning og markedets avkastning (Petersen et al., 2019, s 347). Vi har valgt ut benchmark indeksen til Oslo Børs (OSEBX) ettersom SalMar AS er børsnotert på Oslo Børs. OSEBX består av 70 av de mest handlede selskapene og SalMar AS er også et av disse.

$$\beta_e = \frac{\text{Covariance}(r_{\text{SalMar}}, r_{\text{OSEBX}})}{\text{Variance}(r_{\text{OSEBX}})}$$

Formel 10: Egenkapitalbeta.

Ved å bruke 5-årig månedlig avkastning mellom SalMar AS og OSEBX på 0,000099 og en varians på OSEBX på 0,000132. Dette gir oss en rå ujustert egenkapitalbeta (β_e) på **0,776**. Dette kan man også se i regresjonsmodellen under.



Figur 3: Regresjon mellom SalMars og OSEBX månedlige avkastning.

R^2 er forklaringskraften til modellen og er på 0,109. Dette tilsier at 10,9% av risikoen kan forklares av markedsrisikoen fra OSEBX og at 89,1% av risikoen er diversifiserbar usystematisk risiko (selskapsspesifikk risiko). Forklaringskraften (R^2) er lav og det kan være mer hensiktsmessig å bruke andre metoder for å finne et bedre estimat.

6.4.7 Industribeta

Store selskap innen energi og olje, slik som Equinor, er børsnotert på Oslo Børs. Dette vil påvirke indeksen OSEBX ved kurssvingninger i selskapene. SalMar befinner seg i en annen bransje, og det vil dermed ikke gi en helt presis beta verdi

når vi kjører en regresjon mot indeksen. For å kunne utlede et mer presist betaestimat, har vi valgt å følge Aswath Damodarans metode for å regne ut den belånte beaten (levered beta) (Damodaran, u.a.). Vi må derfor først regne ut en industribeta (asset beta). Måten dette gjøres på er å finne sammenlignbare selskap, for så å regne ut betaen for hvert selskap slik som vi allerede har gjort for SalMar. Disse betaverdiene er allerede justert for belåning så for å kunne sammenligne betaene må vi derfor fjerne denne effekten for hvert selskap med formelen under.

Hvor:

β_U = Ubelånt selskapsbeta (unlevered company beta)

β_L = Belånt selskapsbeta (levered company beta)

NIBL = Netto rentebærende gjeld

Equity = Markedsverdi av egenkapitalen

NIBL/Equity = Debt-to-equity-ratio

$$\beta_U = \frac{\beta_L}{\left[1 + (1 - t) \times \frac{NIBL}{Equity}\right]}$$

Formel 11: Industribeta

Når vi har gjort dette tar vi gjennomsnittet til verdiene og får da vår industribeta/average asset beta (β_A). Om vi så inverterer formelen over, får vi formelen for den belånte egenkapitalbetaen (β_e) til SalMar.

$$\beta_e = \beta_A \left[1 + (1 - t) \times \frac{NIBL}{Equity}\right]$$

Formel 12: Levered egenkapitalbeta

Beregningene våre gir en belånt egenkapitalbeta (β_e) på **0,82**. Vi kan se dette, samt verdiene vi har brukt i oversikten under.

Manuell utregning vs OSEBX	SalMar	Grieg Seafood	Mowi	Bakkafrost	Leroy Seafood
Covariance	0,0014	0,0018	0,0018	0,0014	0,0017
Market variance	0,0018	0,0018	0,0018	0,0018	0,0018
Raw beta	0,776	1,039	1,039	0,809	0,978
Net debt*	4 696 988	1 532 543	1 264 100	2 125 811	2 064 988
Equity*	15 483 176	5 563 302	3 131 400	9 347 545	19 323 102
Net Debt/Equity	30 %	28 %	40 %	23 %	11 %
Marginal tax rate	21 %	29 %	18 %	15 %	25 %
Unlevered beta	0,63	0,87	0,78	0,68	0,91
Average asset beta	0,77				
SalMar Levered beta	0,82				

*in 1000

Tabell 11: Utregning av SalMars levered beta

6.4.8 Justert beta

For å sikre at beta estimatet er mest mulig nøyaktig, kan vi bruke en justert beta modell også kalt Blume metoden. Denne deler likheter med Bayesian modellen. Blume metoden ble utviklet av Marhsall E. Blume mellom 1971 og 1975 (Blume, 1975, s. 785). Verdiene 2/3 eller 0,67 og 1/3 eller 0,33 er tversnittene fra regresjons betaer fra en periode mot en tidligere periode.

Formelen for justert beta kan ses nedenfor:

Hvor

Formel 13: Justert beta

$\beta_{adjusted}$ = Justert beta

$\beta_{estimated}$ = Estimert beta

β_{market} = Markedets beta

$$\beta_{adjusted} = \beta_{estimated} \times \frac{2}{3} + \beta_{market} \times \frac{1}{3}$$

Denne modellen justerer for en beta sin tendens til å bevege seg mot markedets beta som er 1. Etersom Blume mener betaer beveger seg mot 1 i fremtiden, argumenterer han for at denne metoden gir et mer robust og fremover siktede beta. Den justerte betaen blir derfor $0,82 \times \frac{2}{3} + 1 \times \frac{1}{3} = 0,881$. Vi får dermed en justert levered beta på 0,881 som vi skal bruke i videre beregninger.

6.4.9 Egenkapital- og gjeldsandel

For å komme frem til egenkapital- og gjeldsandelen brukte vi først Aswath Damodaran's metode for beregning av markedsverdien på gjeld. Etersom veldig få selskap har all gjeld i form av omsettelige obligasjoner kan det være vanskelig å finne markedsverdien av gjeld. Mange selskap har gjeld som ikke lett kan omsettes, som for eksempel banklån, som er oppført i bokverdi og ikke markedsverdi. Måten til Aswath går ut på å konvertere bok verdien av gjelden til markedsverdi ved å behandle all gjelden som én obligasjon, med kupongen satt lik rentekostnaden, for så å sette forfall lik vektet gjennomsnitt av forfallet på all gjeld. Man vurderer så denne "obligasjonen" i henhold til selskapets gjeldskostnad (Damodaran, u.a.). Med en gjeldskostnad på 4,42%, en rentekostnad på 184 646 TNOK og et vektet gjennomsnittlig forfall på rundt 4 år, fikk vi en markedsverdi på SalMars netto gjeld på 4 876 171 TNOK. Markedsverdien på egenkapital er derimot en del enklere å beregne. I årsrapporten til SalMar er det oppgitt at det er 117 799 999 utestående aksjer. Den 30.12.2021 var aksjekursen på 607,40 NOK som gir oss en markedsverdi på egenkapitalen på 71 551 719 TNOK. Dette utgjør en gjeldsandel på 6,60% og en egenkapitalandel på 93,40%.

6.4.10 Estimering av totalkapitalkostnaden (WACC)

Vi har nå alle verdiene vi trenger for å kunne regne ut egenkapitalkostnaden for så å regne ut totalkapitalkostnaden. Først må vi sette inn den justerte levered betaen

på 0,881, risikopremien på 5%, den risikofrie renten på 2,835% og skattesatsen på 1,25 inn i kapitalverdimodellen får vi følgende:

Egenkapitalkostnad (ke)	
Risikofri rente	2,835 %
Beta	0,881
Markedets risikopremie	5,00 %
Kreditorskatt	22 %
Oppjusteringsfaktor	1,72
Eierskatt	37,8 %
s*	1,25
Egenkapitalkostnad	7,33 %

Tabell 12: Utregningen til egenkapitalkostnad

Nå kan vi estimere totalkapitalkostnaden ved formelen nevnt tidligere og ved å sette inn markedsverdien for netto gjeld, selskapsskatten på 22%, markedsverdien på egenkapital, egenkapitalkostnaden på 7,33% og gjeldskostnaden på 4,42%.

WACC (kt)	
Risikofri rente	2,835 %
Egenkapitalkostnad (ke)	7,33 %
Gjeldskostnad (kd)	4,42 %
Beta	0,881
Selskapsskatt	22 %
Andel netto rentebærende gjeld	6,60 %
Andel egenkapital	93,40 %
WACC	7,07 %

Tabell 13: Utregningen til WACC

Vi får så en totalkapitalkostnad (WACC) på: 7,07% som vist ovenfor, som vi videre skal bruke til å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer for å estimere dagens nåverdi av SalMar aksjen.

7.0 Fremtidsprognose

Opp til nå har fokuset ligget på historiske regnskapsanalyser og strategiske analyser, men nå skal vi begynne å se hvordan fremtiden potensielt kan se ut for SalMar. Her vil vi gå mer i dybden på de ulike faktorene og hvordan de vil være med å påvirke SalMars økonomiske fremtid. Dette vil gi SalMar innsikt og

muligheter til å forberede seg på eventuelle utfordringer og muligheter som kan oppstå.

7.1 Driftsinntekter

De siste årene har SalMar hatt en betydelig vekst, og har utvidet virksomheten gjennom økt kapasitet i smoltproduksjon og anskaffelse av eierskap over Nekton Havbruk AS og Refsnes Laks AS. Disse investeringene har bidratt til en ekspansjon innen lakseproduksjonen i Norge og har økt de fremtidige inntektsforventningene til selskapet. For å kunne estimere disse må vi gjøre et anslag av både laksepris og slaktevolum. Vi har gått ut ifra historisk data på slaktevolum for så å regne ut en gjennomsnittlig vekst som vi har brukt for våre fremtidige estimater.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Slaktevolum (tonn)	115 600	135 200	142 500	153 100	161 500	182 000
Vekst	-15,25 %	16,96 %	5,40 %	7,44 %	5,49 %	12,69 %
Gj.snitt vekst	5,45 %					

Tabell 14: Gjennomsnittlig vekst for tonn slaktevolum.

Tabellen viser en gjennomsnittlig vekst i slaktevolum på 5,45% per år. Det er verdt å merke seg at både 2016 og 2017 er inkludert i tallene, selv om det var ekstraordinære år med store svingninger i slaktevolumet. Ved å inkludere begge årene, vil eventuelle store endringer i slaktevolumet utligne hverandre, og ikke ha for stor innvirkning på den totale veksten. Etersom laksepriser har en tendens til å svinge kraftig, gjør dette det vanskelig å bruke historiske data til å estimere fremtidige priser. Vi har derfor sett på forward-kontrakter på laks.

Forwardkontrakter er justerbare kontrakter mellom to aktører som inngår enten et salg eller et kjøp av en eiendel på en avtalt fremtidig dato (Dhir, 2022). En forward-kontrakt for laks baserer seg på medlemmene som inngår kontraktene sine fremtidige prisforventninger av laks. For å finne lakseprisene gikk vi ut ifra de gjennomsnittlige prisene på forwardkontrakter (Fish Pool, u.a.).

Per 1. januar 2022 var lakseprisene på forward-kontrakter følgende:

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Forward-priser per kg (NOK)	58	69	92	88	81

Tabell 15: Historiske forward-priser per kg (Fish Pool, u.a.).

Vi kan se at de forventede prisene er langt høyere enn dagens priser, noe som kommer av en blanding av høy forventet inflasjon og rentehevinger. Analytikere mener prisene bare vil stige noe som følge av de stigende prisene på fiskefôr, som igjen gjør at lakseselskaper må øke prisene sine (Furuset, 2022). Ettersom driftsinntektene består av mer enn bare salgsinntekter, kan vi bruke andelen salgsinntekter for å estimere fremtidige driftsinntekter. Dette kan gjøres ved at vi regner ut den historiske gjennomsnittlige differansen og oppjusterer de estimerte salgsinntektene med denne faktoren.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Slaktevolum (tonn)	115 600	135 200	142 500	153 100	161 500	182 000
Laksepris per kg (NOK)	55	58	68	63	61	58
Estimerte salgsinntekter (i tusen NOK)	6 358 000	7 841 600	9 690 000	9 645 300	9 851 500	10 541 440
Faktiske driftsinntekter (i tusen NOK)	9 029 814	10 817 238	11 342 554	12 237 589	12 912 341	15 043 945
Differanse	70,41 %	72,49 %	85,43 %	78,82 %	76,30 %	70,07 %
Gj.snitt differanse	75,59 %					
Korrelasjon	0,8996					

Tabell 16: Andel salgsinntekter utgjør av driftsinntekter.

Estimerte salgsinntekter er funnet ved den historiske prisen på laks multiplisert med slaktevolumet, samme måte som vil bli brukt til å regne de fremtidige salgsinntektene. Vi får en gjennomsnittlig differanse på 75,59% og kan så oppjustere de prognostiserte salgsinntektene med en faktor på omtrent 24% for å finne prognostiserte driftsinntekter. Med en korrelasjon på 0,8996 ser vi at dette ikke er en helt feilfri metode, men anser dette som pålitelig.

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Slaktevolum (tonn)	182 000	199 462	218 600	239 574	262 560
Laksepris (NOK per kg)	58	69	92	88	81
Volum*Pris (i tusen NOK)	10 556 000	13 762 893	20 189 884	21 022 593	21 136 073
Estimert driftsinntekt	15 043 945	18 208 233	26 711 107	27 812 777	27 962 910
Vekst driftsinntekt		21,03 %	46,70 %	4,12 %	0,54 %
Gj.snitt vekst	18,10 %				

Tabell 17: Gjennomsnittlig vekst for driftsinntekt.

Over kan den estimerte driftsinntekten observeres og den tilhørende gjennomsnittlige veksten på 18,10%. Veksten er å anse som veldig høyt, noe som kommer av både de økende fremtidige prisene på laks, men også økt estimert slaktevolum.

7.2 Varekostnad

Vi har brukt en tilsvarende metode for å beregne driftskostnadene som også baserer seg på gjennomsnittlig historisk data. Vi startet med å se på varekostnaden og hvordan den har beveget seg i forhold til driftsinntektene. Vi kan se at den har holdt seg relativt stabilt på mellom 40 og 49 prosent av driftsinntektene.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekter	9 029 814	10 817 238	11 342 554	12 237 589	12 912 341	15 043 945
Varekostnad	4 396 689	4 722 474	4 585 491	5 770 027	5 870 577	7 327 973
Andel	48,69 %	43,66 %	40,43 %	47,15 %	45,46 %	48,71 %
Gj.snitt andel	45,68 %					
Korrelasjon	0,9468					

Tabell 18: Utregning til korrelasjon mellom driftsinntekter og varekostnad.

Vi kan se at varekostnaden gjennomsnittlig har utgjort en andel på 45,68% av driftsinntektene. Varekostnaden har en korrelasjon på 0,9468 som kan tyde på at resultatet er til å stole på. Ved å bruke den historiske gjennomsnittlige andelen får vi de prognostiserte verdiene på varekostnadene som kan se under.

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Estimerte driftsinntekter	15 043 945	18 208 233	26 711 107	27 812 777	27 962 910
Estimert varekostnad	7 327 973	8 318 140	12 202 542	12 705 822	12 774 408

Tabell 19: Estimerte driftsinntekter og varekostnad.

7.3 Lønnskostnader

Vi anvender på nytt den samme metoden for å kalkulere lønnskostnader, og oppdager at de historisk har utgjort 9,6% av driftsinntektene. En korrelasjon på 0,9757 støtter dette funnet.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekter	9 029 814	10 817 238	11 342 554	12 237 589	12 912 341	15 043 945
Lønnskostnader	861 534	929 100	1 040 438	1 202 494	1 319 961	1 539 686
Andel	9,54 %	8,59 %	9,17 %	9,83 %	10,22 %	10,23 %
Gj.snitt andel	9,60 %					
Korrelasjon	0,9757					

Tabell 20: Utregning til korrelasjon mellom driftsinntekter og lønnskostnader.

Likevel er det ikke en selvfølge at arbeidskostnader vil fortsette å stige jevnt. Nye investeringer kan resultere i at man vil trenge mer personell og dermed øke lønnskostnadene, samtidig kan automatisering og effektivisering bidra til at lønnskostnadene stiger mindre i forhold til driftsinntektene. Gitt at SalMar for tiden er i en investeringsfase, vil vi anta at de økte inntektene som følger av

investeringene også vil medføre økt personell, og derfor følge den historiske trenden de neste fire årene. Vi setter andel lønnskostnader til å være 9,6% og våre prognoser for lønnskostnader vil dermed være som følger:

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Estimerte driftsinntekter	15 043 945	18 208 233	26 711 107	27 812 777	27 962 910
Estimerte lønnskostnader	1 539 686	1 747 573	2 563 653	2 669 388	2 683 798

Tabell 21: Estimerte driftsinntekter og lønnskostnader.

7.4 Andre driftskostnader

I notene fremkommer det at posten består av blant annet frakt, vedlikehold, forsikring og strømavgifter. Andre driftskostnader inneholder en blanding av variable og faste kostnader, og det er dermed ikke nødvendigvis en direkte sammenheng mellom disse og driftsinntektene. SalMar har faste kostnader som forsikring, som ikke endres betydelig med nivået på driftsinntektene. På den andre siden, vil trolig de variable kostnadene som frakt som direkte knyttes til produksjon eller strømavgifter, variere i takt med inntektene. Videre har SalMar engangskostnader som vedlikehold, noe som kan føre til store svingninger fra periode til periode og dermed redusere korrelasjonen med driftsinntektene.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekter	9 029 814	10 817 238	11 342 554	12 237 589	12 912 341	15 043 945
Andre driftskostnader	1 377 795	1 584 825	1 768 036	1 479 023	1 902 210	2 442 610
Andel	15,26 %	14,65 %	15,59 %	12,09 %	14,73 %	16,24 %
Gj.snitt andel	14,76 %					
Korrelasjon	0,8864					

Tabell 22: Utregning for korrelasjon mellom driftsinntekter og andre driftskostnader.

Vi bruker samme tilnærming som tidligere og oppdager at de historisk har utgjort en andel på 14,76% av driftsinntektene. Med en noe lavere korrelasjon enn de ovennevnte, ser vi likevel at de forholder seg relativt jevnt over den historiske perioden. Vi velger derfor å bruke den samme metode som tidligere og får følgende estimater:

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Estimerte driftsinntekter	15 043 945	18 208 233	26 711 107	27 812 777	27 962 910
Estimerte andre driftskostnader	2 442 610	2 687 261	3 942 157	4 104 747	4 126 905

Tabell 23: Estimerte driftsinntekter og andre driftskostnader.

7.5 Nedskrivninger

Når vi ser på historiske nedskrivninger observerer vi at disse er mindre intuitive å estimere. Vi kan se at både i år 2016 og 2018 har SalMar ikke hatt noen nedskrivninger. Vi valgte dermed å ta et gjennomsnitt av størrelsene for å sette dette som en konstant de neste fire årene i prognosen.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekter	9 029 814	10 817 238	11 342 554	12 237 589	12 912 341	15 043 945
Nedskrivninger	0	3 926	0	1 642	31 121	3 554
Gj.snitt	6 707					

Tabell 24: Gjennomsnittlig nedskrivninger.

7.6 Inntekt fra tilknyttede selskap

Tilknyttede selskaper er selskap hvor SalMar har betydelig innflytelse, men ikke full kontroll. Dette vil si at SalMar har mellom 20% og 50% av stemmerettighetene/aksjene i selskapene. Utbytte mottatt eller tilgode fra tilknyttede selskaper blir ført som en reduksjon i bokført verdi av investeringen. Regnskapsmetoden SalMar bruker innebærer at investeringene er ført med anskaffelseskost og justert deretter for å ta i beregning SalMar sin andel av de tilknyttede selskapenes fortjeneste og tap i SalMar sitt resultatregnskap. Disse inntektene eventuelt tapene vises i denne posten og kan ses nedenfor.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekter	9 029 814	10 817 238	11 342 554	12 237 589	12 912 341	15 043 945
Inntekt fra tilknyttede selskap	286 844	208 941	252 933	118 655	42 208	94 879
Gj.snitt	167 410					

Tabell 25: Gjennomsnittlig inntekt fra tilknyttede selskap.

For å kunne estimere denne posten mest mulig nøyaktig er det beste å ta fremtidig strategi, industritrender og økonomisk situasjon med i beregning. Ettersom størrelsen varierer betydelig fra år til år, tok vi gjennomsnittet i TNOK og satt dette som konstant over estimeringsperioden.

7.7 Virkelig verdijustering

Verdijusteringer er en del av SalMar sitt driftsresultat (EBIT). Justeringer i virkelig verdi er trukket ut av varekostnaden for å gjøre resultatregnskapet mer forståelig og oversiktlig. Historisk sett har dette vært justeringer til virkelig verdi av biologiske eiendeler, urealiserte forwardkontrakter på fisk og urealiserte

forwardkontrakter på valuta.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekter	9 029 814	10 817 238	11 342 554	12 237 589	12 912 341	15 043 945
Virkelig verdijustering	653 995	-370 015	845 831	-32 995	-179 532	776 543
Gj.snitt	282 305					

Tabell 26: Gjennomsnittlig verdijustering.

Vi kan se at dette er veldig forskjellig hvert år og valgte derfor å sette dette til gjennomsnittet av de seks historiske årene.

7.8 Avskrivninger

SalMar har gjort en rekke ekstraordinære investeringer som vi også ser i de historiske dataene. Dette har gitt dem en noe høyere avskrivningssats på 6,05% og 5,34% av driftsinntektene de siste to årene. Etter ekstraordinære investeringer viser trenden at de vil gå tilbake til investeringer av mindre skala i den kommende perioden. Dermed vil de fremtidige prognosene være at avskrivningssatsen synker ned til 4,89% av driftsinntektene, som er gjennomsnittet for de tidligere årene.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekter	9 029 814	10 817 238	11 342 554	12 237 589	12 912 341	15 043 945
Avskrivninger	358 020	414 686	487 778	716 807	780 972	803 136
Andel	3,96 %	3,83 %	4,30 %	5,86 %	6,05 %	5,34 %
Gj.snitt andel	4,89 %					
Korrelasjon	0,9093					

Tabell 27: Korrelasjon mellom driftsinntekter og avskrivninger.

For å finne nøyaktige estimater på avskrivninger har vi valgt å beregne disse ut ifra de varige driftsmidlene istedenfor. Dette mener vi gir bedre estimater ettersom avskrivningene er sterkere korrelert med de varige driftsmidlene siden avskrivninger er kostnaden ved å eie driftsmidlene. Vi ser nedenfor at korrelasjonen også er sterk, noe som underbygger antagelsen vår.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Varige driftsmidler (PP&E)	3 137 522	3 604 770	3 591 490	4 939 621	6 402 795	8 010 049
Avskrivninger	358 020	414 686	487 778	716 807	780 972	803 136
Andel	11,41 %	11,50 %	13,58 %	14,51 %	12,20 %	10,03 %
Gj.snitt andel	12,21 %					
Korrelasjon	0,9145					

Tabell 28: Korrelasjon mellom varige driftsmidler og avskrivninger.

For å kunne bruke denne metoden må vi først estimere de fremtidige varige driftsmidlene ved å se på den historiske andelen disse utgjør av driftsinntektene.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekter	9 029 814	10 817 238	11 342 554	12 237 589	12 912 341	15 043 945
Varige driftsmidler (PP&E)	3 137 522	3 604 770	3 591 490	4 939 621	6 402 795	8 010 049
Andel	34,75 %	33,32 %	31,66 %	40,36 %	49,59 %	53,24 %
Delta andel		-4,09 %	-4,98 %	27,48 %	22,85 %	7,38 %
Gj.snitt delta andel	9,73 %					
Korrelasjon	0,9467					

Tabell 29: Korrelasjon mellom driftsinntekter og varige driftsmidler.

Vi bruker igjen gjennomsnittet, men her bruker vi gjennomsnittet av endringen i andelen for hvert år. Vi får så estimatene under.

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Estimerte varige driftsmidler	8 010 049	8 789 052	9 643 815	10 581 707	11 610 812
Estimerte avskrivninger	803 136	1 072 727	1 177 053	1 291 525	1 417 130

Tabell 30: Estimerte varige driftsmidler og avskrivninger.

7.9 Skatt

Regjeringen i Norge har foreslått å innføre en grunnrenteskatt på havbruk fra 1. januar 2023. Forslaget omfatter produksjon av laks, ørret og regnbueørret, og innebærer at grunnrenten skal skattlegges med en sats på 35 % som gir en effektiv skattesats på $22 + 35 = 57\%$ (Regjeringen, 2023).

	2023e	2024e	2025e
Driftsresultat	7 644 432	7 887 165	7 810 239
Grunnrenteskatt	2 675 551	2 760 508	2 733 584

Tabell 31: Estimerte driftsresultat og grunnrenteskatt.

7.10 Endring i netto arbeidskapital (NOWC)

Ved beregningen av netto arbeidskapital har vi valgt å bruke de gjennomsnittlige andelen av driftsinntektene for å finne hver av postene som utgjør netto arbeidskapital. Netto arbeidskapitalen, eller net operating working capital på engelsk, finner vi ved å summere SalMars kundefordringer, biologiske eiendeler og andre varer som utgjør varelageret. Vi trekker så fra leverandørgjeld og betalbar skatt. Dette vil gi innsyn i hvilke konsekvenser de ekstraordinære investeringene har bidratt til og hvordan fremtiden med tanke på oppbundet

kapital muligens vil se ut.

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Estimert netto arbeidskapital	6 218 093	7 209 492	10 576 178	11 012 380	11 071 825
Endring netto arbeidskapital	1 228 363	991 399	3 366 686	436 203	59 445

Tabell 32: Estimerte netto arbeidskapital og netto arbeidskapital.

I henhold til deres nye fasiliteter antar vi at de i sum trenger en økning i arbeidskapital til utbygging og den daglige driften.

7.11 Netto investeringer

SalMar har gjort betydelige investeringer i havbasert oppdrett og nye fasiliteter. Dette inkluderer blant annet nytt produksjonsanlegg i Frøya og et smoltanlegg i Trøndelag utstyrt med avansert teknologi. De har fokusert på teknologisk innovasjon som vil bidra til å gjøre driften mer miljøvennlig og kostnadseffektiv. Dette er en strategi SalMar kommer til å fortsette med i årene som kommer. I beregningen av netto investeringer, må vi først estimere netto operasjonelle varige driftsmidler, eller net operating non-current assets på engelsk (heretter omtalt som NONCA). Vi har som i beregningen for netto arbeidskapital brukt gjennomsnittlig andel av driftsinntekter på alle postene, med unntak av varige driftsmidler som nevnt tidligere. SalMar sin NONCA finner vi ved å summere postene lisenser, goodwill, immaterielle eiendeler og varige driftsmidler. Vi trekker så fra de utsatte skattefordelene deres og står dermed igjen med NONCA. Vi finner netto investeringer ved endringen i NONCA fra år n til år n+1 fratrukket avskrivningene som kan ses nedenfor.

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Estimert NONCA	14 281 830	13 958 513	14 813 276	15 751 168	16 780 273
Estimerte avskrivninger	803 136	1 072 727	1 177 053	1 291 525	1 417 130
Estimerte netto investeringer	2 077 777 -	1 396 044 -	322 289 -	353 633 -	388 025

Tabell 33: Estimerte NONCA, avskrivninger og netto investering.

Deres videre investeringer vil hovedsakelig være knyttet til det nye partnerskapet med Aker innen havbasert oppdrett, dette kommer naturlig frem ved økningen i de varige driftsmidlene (PP&E) og de biologiske eiendelene. PP&E og de biologiske eiendelene består av de nye teknologiparkene og laks i oppdrettsanleggene.

7.12 Frie kontantstrømmer til totalkapitalen - FCFF

Vi har nå beregnet verdiene vi trenger for å kunne beregne de frie kontantstrømmene til totalkapitalen, eller Free Cash Flow to the Firm på engelsk. Ved å bruke tallene vi har estimert kommer vi frem til følgende tall:

	2022e	2023e	2024e	2025e
NOPAT	3 812 979	3 606 435	3 684 964	3 615 220
Avskrivninger	1 072 727	1 177 053	1 291 525	1 417 130
Nedskrivninger	6 707	6 707	6 707	6 707
Endring NOWC	991 399	3 366 686	436 203	59 445
Endring NONCA	228 154	854 763	937 892	1 029 105
Estimerte frie kontantstrømmer	3 672 860	568 745	3 609 102	3 950 508

Tabell 34: Utregning for frie kontantstrømmer.

7.13 Beregning av terminalledd

Det siste vi mangler for å kunne utlede verdsettelsen er å beregne terminalleddet til kontantstrømmene. Vekstraten i det siste prognose året er 9,5%. Å anta at denne veksten vil fortsette evig ser vi på som urealistisk og har valgt å bruke en vekstfaktor på 2% ettersom vi mener inflasjonsmålet til Norges Bank er et mer realistisk mål for evig vekst (Norges Bank, 2020). Vi må først finne den estimerte frie kontantstrømmen i terminalleddet. Ettersom vi forutsetter vekst på 2% må vi multiplisere 3 950 508 med $(1+2\%)$ og får 4 029 518 TNOK. Med en vekstrate på 2% og en WACC på 7,07% får vi en terminalverdi på $4\,029\,518\text{ TNOK} / (7,07\% - 2\%) = 79\,463\,028\text{ TNOK}$.

7.16 Oppsummering - fremtidsprognoser

Som et resultat av forutsetningene våre, forventer vi at SalMar vil oppleve en vekst i driftsinntekter på 21% fra 2021 til 2022 som deretter øker 47% til året etter. Deretter holder de seg relativt stabile de neste to årene. Den stabiliserende veksten er en konsekvens av at virkningen av de ekstraordinære investeringene gjort hittil. De vil være høyest de første årene for deretter å stabilisere seg.

Vi forventer imidlertid at valutakurser vil holde seg stabile og at SalMar vil opprettholde tilsvarende antall aksjer i den kommende perioden. Det er også verdt å merke seg mye konkurranse mellom de store aktørene i markedet, og selv om SalMar har opplevd betydelig vekst de siste årene, er ingenting skrevet i stein. For

å opprettholde sin posisjon i markedet, må SalMar fortsette å fokusere på innovasjon og utvikling.

8.0 Verdsettelse

Basert på prognosene, regnskaps- og strategi analysen skal vi verdsette SalMar-aksjen via DCF-modellen (diskontert kontantstrøm), en sammenligning av multipler (komparativ verdsettelse) og en Monte Carlo-simulering. Kombinasjonen av disse metodene vil gi en omfattende verdsettelse av SalMar-aksjen.

8.1 Discounted Cash Flow Valuation (DCF)

Vi har nå alt vi trenger for å kunne utlede den fundamentale verdsettelsen. Vi har som nevnt valgt å bruke selskapsverdi for å estimere dagens nåverdi av aksjekursen for å se om denne er over- eller underpriset gitt aksjekursen 30.12.2021 på 607,40 NOK. Ved å bruke modellen får vi en estimert aksjekurs på 554,48 NOK. Modellen viser dermed at aksjen er per 30.12.2021 overpriset.

DCF	2022e	2023e	2024e	2025e	2026t
Estimerte frie kontantstrømmer (FCFF)	3 672 860	568 745	3 609 102	3 950 508	4 029 518
Totalkapitalkostnad/WACC	7,071 %	7,071 %	7,071 %	7,071 %	7,071 %
Diskonteringsfaktor	0,934	0,872	0,815	0,761	
Nåverdi FCFF	3 430 305,6	496 106,3	2 940 250,7	3 005 844,8	
Terminalverdi					79 463 028
Vekstfaktor	2 %				
Nåverdi av FCFF i prognose perioden	9 872 507				
Nåverdi av FCFF i påfølgende periode	60 461 475				
Estimert selskapsverdi (EV)	70 333 983				
Netto gjeld	- 5 016 747				
Verdi egenkapital	kr 65 317 235 804				
Antall aksjer	117 799 999				
Estimert aksjekurs	kr 554,48				
Aksjepris (30.12.2021)	kr 607,40				

Tabell 35: Utrekning for den estimerte aksjekursen.

Det foreligger noe usikkerhet i modellen som fremtidig endring i WACC og vekstraten som både påvirker størrelsen på terminalleddet og nåverdien. Dette kan dermed gi helt andre resultater. Vi har derimot ikke grunn til å tro at WACC vil endre seg betydelig, men vekstfaktoren derimot kan vokse noe.

8.2 Komparativ verdsettelse

8.2.1 Pris/Bok (P/B)

Herunder ser vi at SalMar har mye høyere P/B enn gjennomsnittet fra bransjen, dette ser vi ved at forholdet mellom bokført verdi og markedsverdien er svært stor.

P/B	SalMar	Grieg	Lerøy	Bakkafrost
Markedsverdi	71 551 719	9 128 882	39 688 475	33 480 756
Bokført verdi	15 483 176	5 563 302	19 323 102	9 347 545
P/B	4,62	1,64	2,05	3,58
Gjennomsnitt	2,97			
Beregnet markedsverdi	46 054 226			
Antall aksjer	117 800			
Beregnet kursmål	391			

Tabell 36: Utregning for P/B og beregnet kursmål.

8.2.2 Pris/Fortjeneste (P/E)

Herunder ser vi at SalMar har P/E litt over snittet, men her har Bakkafrost høyest P/E i bransjen.

P/E	SalMar	Grieg	Lerøy	Bakkafrost
Aksjepris(30.12.2021)	607,40	81,28	66,65	566,75
EPS	22,61	10,70	4,42	16,32
P/E	26,86	7,60	15,08	34,73
Gjennomsnitt	21,07			
Beregnet kursmål	476,32			

Tabell 37: Utregning for P/E og beregnet kursmål.

8.2.3 Enterprise Value/EBITDA (EV/EBITDA)

Her ser vi at det er nokså lik forrige multipl, hvor både SalMar og Bakkafrost er over gjennomsnittet.

EV/EBITDA	SalMar	Grieg	Lerøy	Bakkafrost
Markedsverdi	71 551 719	9 128 882	39 688 475	33 480 756
Nto. Rentebærende gjeld	5 016 747	1 532 543	2 064 988	2 125 811
EV	76 568 466	10 661 425	41 753 463	35 606 567
EBITDA	4 601 544	1 492 358	4 972 254	1 703 762
EV/EBITDA	16,64	7,14	8,40	20,90
Gjennomsnitt	13,27			
Beregnet EV	61 062 292			
Ant. Aksjer	117 800			
Beregnet kursmål	475,77			

Tabell 38: Utregning for EV/EBITDA og beregnet kursmål.

8.2.4 Enterprise Value /EBIT (EV/EBIT)

Her skårer SalMar også over gjennomsnittet til bransjen, og sammenlignet med bransjen har de nokså lite gjeld i forhold til markedsverdien.

EV/EBIT	SalMar	Grieg	Lerøy	Bakkafrost
Markedsverdi	71 551 719	9 128 882	39 688 475	33 480 756
Nto. Rentebærende gjeld	5 016 747	1 532 543	2 064 988	2 125 811
EV	76 568 466	10 661 425	41 753 463	35 606 567
Operasjonell EBIT	3 798 408	1 044 837	3 776 334	1 178 270
EV/EBIT	20,16	10,20	11,06	30,22
Gjennomsnitt	17,91			
Beregnet EV	68 027 520			
Ant. Aksjer	117 800			
Beregnet kursmål	534,90			

Tabell 39: Utregning for EV/EBIT og beregnet kursmål.

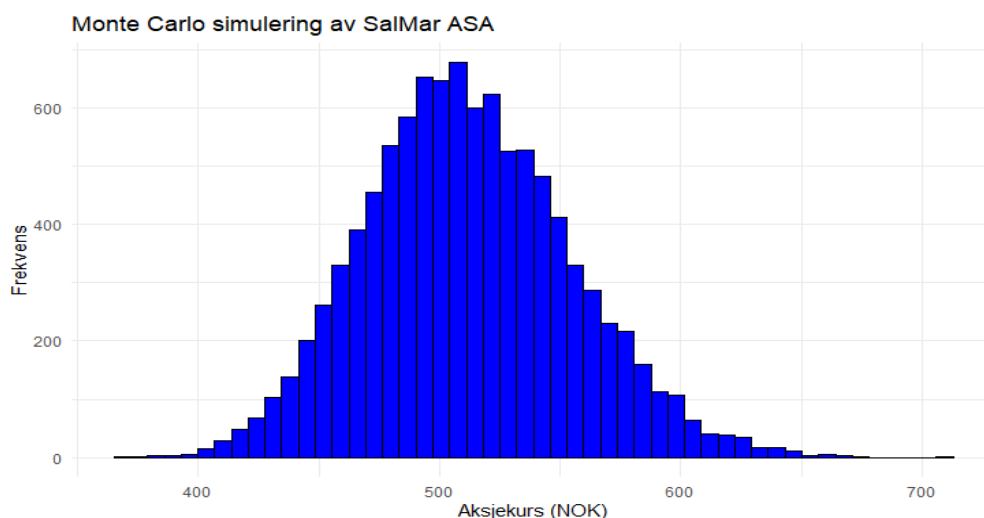
8.2.5 Konklusjon for multipler

Vi har valgt å ikke inkludere Mowi i denne sammenligningen siden den gav usedvanlig høye tall i forhold til resten i bransjen. Som illustrert ovenfor i tabellene, ser vi at SalMar ligger godt over snittet til sammenlignbare selskaper, dette kan blant annet være en indikasjon på at aksjekursen er overpriset eller at de har høy verdiskapning. Ved å sammenligne alle de beregnede kursmålene vi har oppnådd ved hjelp av multiplene, får vi et gjennomsnitt på 469,48 NOK per aksje. Vi ser at prisen per aksje på 607,40 den 31. desember 2021 er høyere enn både de estimerte kursmålene hver for seg, men også gjennomsnittet. Dette samsvarer med resultatet fra DCF-modellen og antagelsen om at SalMar er per 31.12.2021 overpriset.

8.2.6 Monte Carlo simulering

En Monte Carlo-simulering brukes til å modellere sannsynligheten for ulike resultater i en prosess som ikke lett kan forutsies på grunn av innblanding av tilfeldige variabler. Det er en teknikk som brukes for å forstå virkningen av risiko og usikkerhet (Kenton, 2023). En Monte Carlo-simulering tar den usikre variabelen og tilordner den en tilfeldig verdi. Modellen kjøres deretter, og et resultat blir generert. Denne prosessen gjentas igjen og igjen mens man tilordner

mange forskjellige verdier til den aktuelle variabelen. Når simuleringen er fullført, blir resultatene gjennomsnittet for å komme frem til et estimat. For simuleringen brukte vi programmet R. Vi har valgt å bruke daglig volatilitet sett fra 2007 til og med året 2021, forventet avkastning til eiere som vi tidligere regnet ut ved hjelp av CAPM på 7,33% og også et gjennomsnitt av de beregnede aksjekursene fra den komparative- og fundamentale verdsettelsen på 511,98 NOK. Vi vektet hver estimert aksjekurs likt, ved å summere kursmålene og regne gjennomsnittet som sett under i “input” tabellen. Vi fant den daglige volatiliteten ved å laste ned historiske data for SalMar ASA og beregnet standardavviket til den daglige avkastningen. Vi brukte 10 000 simuleringer for å estimere utfallet til hver av dem.



Figur 4: Monte Carlo simulering for aksjekursen til SalMar ASA.

Under er resultatene fra Monte Carlo simuleringen.

Input		Resultat	
Standard avvik	8,27 %	Return 5th percentile	-13,12 %
Beregnet kursmål P/E	476,32	Return 95th percentile	14,38 %
Beregnet kursmål P/B	390,95	Pr(>7,33%)	47,56 %
Beregnet kursmål EV/EBIT	534,90	Pr(<-7,33%)	52,17 %
Beregnet kursmål EV/EBITDA	475,77	Min	367,7
Gj.snitt kursmål multipler	469,48	Max	708,5
Beregnet kursmål DCF	554,48	Gjennomsnitt	511,9
Gj.snitt kursmål	511,98	Median	509,4
Forventet avkastning	7,33 %		

Tabell 40: Resultat av Monte Carlo simulering

“Return 5th percentile” på -13,12% betyr at i 5% av simuleringene vil avkastningen være lavere enn eller lik -13,12%. Videre vil en “Return 95th percentile” på 14,38% vise at i 95% av simuleringene vil avkastningen være lavere enn eller lik 14,38%. Sannsynligheten for at avkastningen var lik eller høyere enn den forventede avkastningen på 7,33% var 47,56% og et tap tilsvarende 7,33% eller større var 52,17%. Simuleringen ga oss flest verdier på 511,9 NOK, en minsteverdi på 367,7 NOK og en maksverdi på 708,5 NOK. Både gjennomsnittet og medianen av resultatene er veldig like input kursen på 511,98 NOK og ikke alt for langt unna det beregnede kursmålet fra den fundamentale verdsettelsen (DCF). Resultatet er dermed nokså likt som våre tidligere estimater, noe som peker på at den simulerte aksjekursen trolig reflekterer SalMar ASA sin reelle aksjeverdi. Dette underbygger videre vår antagelse om at aksjeprisen til SalMar ASA per 30.12.2021 (607,4 NOK) er overpriset.

9.0 Kritikk av analysene

I dette kapittelet ser vi nærmere på svakhetene i analysene våre. Vi erkjenner at verdsettelsen innebærer subjektive elementer. Verdsettelse av et selskap er en prosess som innebærer mange variabler, og mange av disse variablene er avhengig av personlige vurderinger og antakelser. Estimatenes våre er basert på antagelser noe som kan påvirke verdsettelsen i stor grad. Ved multipl verdsettelse antar vi at selskapene vi sammenligner er like. Selv om de valgte selskapene ligner mer på hverandre enn andre, er de ikke identiske. MOWI, verdens største sjømatelskap, har et betydelig forsknings- og utviklingsbudsjett sammenlignet med SalMar ASA. Vi fjernet MOWI helt fra den komparative verdsettelsen, noe som reduserte kurs estimatene betydelig. En kritikk er at vi burde funnet flere selskaper til erstatning for MOWI, i stedet for å fjerne dem. Vi valgte 31.12.2021 som verdsettelsestidspunkt. En mulig kritikk er valget av tallmateriale. Vi brukte tall fra denne datoen, men tok hensyn til dagens makroøkonomiske og strategiske forhold. Leveringsfristen for oppgaven og uvissheten om når årsrapporten for 2022 skulle bli publisert førte oss til å basere oss på 2021-rapporten samt tidligere rapporter. I ettertid ser vi at det ville vært bedre å bruke kvartalsrapportene fra 2022 for å lage et såkalt "trailing" årsregnskap for å ha inkludert året 2022.

10.0 Konklusjon

I denne oppgaven har vi foretatt en verdsettelse av SalMar ASA for å evaluere selskapets aksjepris pr. 31.12.2021 er overpriset, underpriset eller korrekt priset sammenlignet med våre analytiske beregninger.

Den fundamentale verdsettelsen foreslo en markedsverdi på kr 65 317 235 804 NOK, som tilsvarer et kursmål på 554,48 NOK per aksje. Per. 31.12.2021 indikerer dette en nedside på 8,71%. På den annen side foreslo vår komparative verdsettelse et kursmål på 469,48 NOK per aksje, noe som indikerer en nedside på 22,71% fra kursen per. 31.12.2021. Selv om dette kan synes lavt, er det bare en nedside på 4% fra aksjekursen på 490,30 NOK per. 30.05.2023 (Yahoo, 2023).

Gitt at den fundamentale verdsettelsen er basert på et mer omfattende datasett og har et solid teoretisk fundament, anser vi den som mer pålitelig. Imidlertid har den komparative verdsettelsen sine styrker ved at den er basert direkte på bransjesammenligning og fri for våre subjektive antagelser. Dermed valgte vi å gi både den fundamentale verdsettelsen og den komparative verdsettelsen en vektning på 50% hver. Dette er noe unormalt å gjøre, men ettersom våre prognoser er veldig optimistiske sett i forhold til historisk data ser vi på dette som en måte å redusere feilmarginen ved estimatene våre.

Med denne vektningen ender vårt endelige estimerte kursmål på 511,98 NOK per aksje, noe som antyder en potensiell nedside på 15,71% og vi konkluderer med at aksjen per 31.12.2021 er overpriset. På bakgrunn av dette kommer vi dermed med en "hold"/salgs anbefaling på SalMar aksjen.

11.0 referanseliste

Aandahl, P. T. (2021, 9. desember). *Laks, etterspørsel og transport - hvordan blir det fremover?* Norges Sjømatråd. <https://seafood.no/aktuelt/Fisketanker/laks-etterspørsel-og-transport-hvordan-blir-det-fremover/>

Bakkafrost. (2023). *About us*. Hentet 24. mai 2023 fra <https://www.bakkafrost.com/en/about-us/about-us/>

Bales, R. (2022, 5. oktober). *Trout vs. Salmon: The Key Differences Explained*. AZ Animals. <https://a-z-animals.com/blog/trout-vs-salmon-a-comparison-of-two-common-freshwater-fish/>

Bendiksen, J. & Sveen, E. H. (2022, 23. desember). *Salmar permitterer ingen ved fabrikk på Senja – flere selskaper trekker permitteringsvarsler*. NRK. <https://www.nrk.no/tromsogfinnmark/salmar-permitterer-ingen-ved-fabrikk-pa-senja--flere-selskaper-trekker-permitteringsvarsler-1.16232702>

Berge, A. (2020, 27. juli). *Dette er verdens 20 største lakseoppdrettere*. iLaks. <https://ilaks.no/dette-er-verdens-20-storste-lakseoppdrettere-2/>

Blume, M. E. (1975) *Betas and Their Regression Tendencies*. The Journal of Finance, 30(3), 785-795. <https://doi.org/10.2307/2326858>

Boyte-White, C. (2022, 5. mai). *How to Calculate Return on Assets (ROA) With Examples*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/ask/answers/031215/what-formula-calculating-return-assets-roa.asp>

Bøe, E. (2022, 14. november). *Salmar varsler permittering av 851 ansatte*. E24. <https://e24.no/boers-og-finans/i/GMykqV/salmar-varsler-permittering-av-851-ansatte>

CFI. (2022, 12. desember) *EV/EBIT Ratio*. Corporate finance institute.

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/ev-ebit-ratio/>

Dahle, H. (2020, 14. juni). *Hva er en lønnsomhetsanalyse?* AO stiftelsen HW.

<http://had.no/wp/hva-er-en-lonnsomhetsanalyse/>

Dhir, R. (2022, 10. juli). *Forward Contract: How to Use It, Risks, and Example*. Investopedia.

<https://www.investopedia.com/terms/f/forwardcontract.asp>

Damodaran, A. D. (n.d.-a). *Estimating market value of debt*. NYU STERN.

Hentet 10. mai 2023 fra

https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/valquestions/mktvalofdebt.htm

Damodaran, A. D. (n.d.-a). *Estimating Risk Parameteres*. NYU STERN. Hentet

27. mars 2023 fra <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/beta.pdf>

Damodaran, A. D. (n.d.-a). *Interest Coverage Ratios, Ratings and Default Spreads*. NYU STERN. Hentet 13. mars 2023 fra

https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm

Damodaran, A. D. (u.a.). *Synthetic Bond Ratings*. NYU STERN. Hentet 12. mai 2023 fra

https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm

Eksport av laks. (u.a.). SSB. Hentet 15. mai 2023 fra

<https://www.ssb.no/statbank/table/03024/>

Fernando, J. (2022, 20. desember). *Price-to-Book (PB) Ratio: Meaning, Formula, and Example*. Investopedia. [https://www.investopedia.com/terms/p/price-to-](https://www.investopedia.com/terms/p/price-to-bookratio.asp)

[bookratio.asp](https://www.investopedia.com/terms/p/price-to-bookratio.asp)

Fernando, J. (2023, 25. mars) *P/E Ratio - Price-to-Earnings Ratio Formula, Meaning, and Examples*. Investopedia.

<https://www.investopedia.com/terms/p/price-earningsratio.asp>

Finansering, skatt og verdi: En detaljert gjennomgang. (2016). Finans - Teori Og Praksis. Hentet 19. mai 2023 fra <https://finans2.portfolio.no/read/972b3306-13a4-49a6-aa1f-13ec8c748627>

Fish Pool. (n.d.). *Forward Price History*. Hentet 24. mai 2023 fra

<https://fishpool.eu/forward-price-history/>

Fjeldstad, Ø & Lunnan, R. (2023). *Strategi* (3. utg). Fagbokforlaget.

FN-sambandet. (2023, 04. april). *FNs bærekraftsmål*.

<https://www.fn.no/om-fn/fns-baerekraftsmaal>

FriFagbevegelse. (2023, 30. januar). Salmar og Lerøy har permittert færre enn fryktet. <https://frifagbevegelse.no/ntb/salmar-og-leroy-har-permittert-farre-enn-fryktet-6.158.933735.2b43ec8664>

Furuset, A. (2022, 28. april). *'We are almost unable to update our Excel sheets quickly enough': Analysts express surprise at extent of rocketing salmon prices*. Intrafish.

<https://www.intrafish.com/prices/we-are-almost-unable-to-update-our-excel-sheets-quickly-enough-analysts-express-surprise-at-extent-of-rocketing-salmon-prices/2-1-1206571>

Finansdepartementet. (2022, 28. september). *Grunnrenteskatt på havbruk*.

Regjeringen. <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/grunnrenteskatt-pa-havbruk/id2929113/>

Grieg Seafood. (2023). *About us*. Hentet 24. mai 2023 fra

<https://griegseafood.com/about-us>

Grønmo, S. (2016). *Samfunnsvitenskapelige metoder*. (2. utg.). Vigmostad & Bjørke AS.

Hayes, A. (2022, 09. april) *Enterprise Multiple (EV/EBITDA): Definition, Formula, Examples*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/e/ev-ebitda.asp>

Investopedia. (2023, 31. mars). *Porter's 5 Forces Explained and How to Use the Model*.

<https://www.investopedia.com/terms/p/porter.asp>

Jensen, P. M. (2021, 18. mars). *Disse områdene vil Mowi satse på fremover – tror de kan produsere mye mer på dagens tillatelser*. Kyst. <https://www.kyst.no/mowi-vekst/disse-omradene-vil-mowi-satse-pa-fremover-tror-de-kan-produsere-mye-mer-pa-dagens-tillatelser/181982>

Johannessen, A., Christoffersen, L. & Tufte, A. P. (2020). *Forskningsmetode for økonomiske administrative fag*. (4. utg.). Abstrakt forlag.

Kenton, W. (2023, 26. mars). *Monte Carlo Simulation: History, How it Works, and 4 Key Steps*. Investopedia.

<https://www.investopedia.com/terms/m/montecarlosimulation.asp>

Kinserdal, F. & Plenborg, T. (2021). *Financial Statement Analysis 2nd edition*. Fagbokforlaget

Knudsen, C. (2022, 16. november). *Flere laksejobber i fare: – Kontraktmarkedet er dødt*. E24.

<https://e24.no/hav-og-sjoemat/i/BW08B7/flere-laksejobber-i-fare-kontraktmarkedet-er-doedt>

Laksefakta. (2021, 4. oktober). *Miljøsertifiseringer for oppdrettslaks*.

<https://laksefakta.no/laks-og-miljo/miljosertifiseringer-for-oppdrettslaks/>

Laksefakta. (2022, 25. oktober). *Hvem bestemmer hvor et oppdrettsanlegg skal ligge?* <https://laksefakta.no/lakseoppdrett-i-norge/hvem-bestemmer-hvor-et-oppdrettsanlegg-skal-ligge/>

Leigland, L. (2022, 05. april). *Ny klimarapport: Det er nå eller aldri om vi skal nå 1,5 gradersmålet.* FN-sambandet. <https://www.fn.no/nyheter/ny-klimarapport-det-er-naa-eller-aldri-om-skal-vi-naa-1-5-gradersmaalet>

Lerøy. (2023). *Om oss.* Hentet 24. mai 2023 fra <https://www.leroyseafood.com/no/om-leroy/om-oss/>

Misund, B. (2023, 21. januar). *Fiskeoppdrett.* Store norske leksikon. <https://snl.no/fiskeoppdrett>

Mowi. (2023). *Bærekraftig laks til verden.* Hentet 24. mai 2023 fra <https://mowi.com/no/om-oss/>

Nettavisen. (2023, 4. januar). SSB: Eksportpris på laks rett i været – historisk sterkt år. <https://www.nettavisen.no/nyheter/innenriks/ssb-eksportpris-pa-laks-rett-i-varet-historisk-sterkt-ar/s/12-95-3424345284#:~:text=Lakseprisen%20siste%20uke%20av%20fjor%C3%A5ret,25%20prosent%2C%20fra%20rekord%C3%A5ret%202021>

Norges Bank. (2020, 2. april). *Inflasjon.* <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Inflasjon/>

Norges Bank. (u.a). *Generic yields.* Hentet 24. mai 2023 fra <https://app.norges-bank.no/query/#/en/genericrates?interesttype=GBON&duration=10Y&frequency=A&startdate=1993-03-30&stopdate=2022-12-31>

Norges Bank. (u.a). *Endringer i styringsrenten.* Hentet 24. mai 2023 fra <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/Styringsrenten-Oversikt-over-rentemoter-og-endringer-i-styringsrenten-/>

Nærings- og fiskeridepartementet. (2021a, 11. oktober). *Norsk havbruksnæring*. Regjeringen.

<https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/fiskeri-og-havbruk/1/oppdrettslaksen/Norsk-havbruksnaring/id754210/>

Nærings- og fiskeridepartementet. (2021b, 11. oktober). *Årlig produksjon og førstehåndsverdi*. Regjeringen.

<https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/fiskeri-og-havbruk/1/oppdrettslaksen/Norsk-havbruksnaring/id754210/>

Nærings- og fiskeridepartementet. (2021c, 14. oktober). *Handelen med fisk i EU*. Regjeringen.

<https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/fiskeri-og-havbruk/1/fiskeri/internasjonalt-fiskerisamarbeid/internasjonalt/fisk1/id685828/>

Nærings- og fiskeridepartementet. (2022, 29. august). *Skjerper kravene for å hindre rømming av oppdrettsfisk*. Regjeringen.

<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/skjerper-kravene-for-a-hindre-romning-av-oppdrettsfisk/id2925708/>

Petersen, C. P., Plenborg, T. P., & Petersen, C. P. (2019). *Financial Statement Analysis 1st edition*. Fagbokforlaget

PwC. (2022, desember) *Risikopremien i det norske markedet*. Norske finansanalytikerers forening. <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2021.pdf>

Regjeringen. (2023, 28. mars). *Regjeringens forslag om grunnrenteskatt på havbruk*.

<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/regjeringens-forslag-om-grunnrenteskatt-pa-havbruk/id2968430/>

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

SalMar. (2022). *Annual Report 2021*. <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/3781f230-d728-4a34-9ba3-53d59a8db537>

SalMar. (2023a). *SalMar i dag*. Hentet 24. mai 2023 fra <https://www.salmar.no/salmar-i-dag/>

SalMar. (2023b). *SalMar ASA – Historisk utvikling av SalMar konsernet*. Hentet 24. mai 2023 fra <https://www.salmar.no/historie/>

SalMar. (2023c). *Teknologi og innovasjon er bærekraft*. Hentet 24. mai 2023 fra <https://www.salmar.no/baerekraft/teknologi-og-innovasjon/>

SalMar. (2023d). *Bærekraft i alt vi gjør*. Hentet 24. mai 2023 fra <https://www.salmar.no/baerekraft/>

SalMar. (2023e). *Strategy & vision*. Hentet 24. mai 2023 fra <https://www.salmar.no/en/strategy-vision/>

Sander, K. (2022, 29. august) *Kapitalverdimodellen (CAPM)*. studie. <https://estudie.no/kapitalverdimodellen-capm/>

Skatteetaten. (u.a.). *Faktor for oppjustering av gevinst/tap eller utbytte på aksjer*. <https://www.skatteetaten.no/satser/faktor-for-oppjustering-av-gevinsttap-eller-utbytte-pa-aksjer/?year=2022#rateShowYear>

Smith, T. (2022, 16. juli) *The Basics of the Multiples Approach*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/m/multiplesapproach.asp#:~:text=A%20multiple%20is%20simply%20a,using%20the%20same%20financial%20metrics>

Sucarrat, G. (2021). *Metode og økonometri*. Fagbokforlaget.

Thorvaldsen, T. (2023, 2. januar). *Hvordan hindrer vi at oppdrettslaks rømmer?*
SINTEF.

https://www.sintef.no/fagomrader/havbruk/romming_fisk

Visma. (u.a). *Avkastning som lønnsomhetsberegning*. Visma eAccounting. Hentet
24. mai 2023 fra

<https://www.visma.no/eaccounting/regnskapsordbok/a/avkastning/>

Witzøe, G. (2022, 22. November). Reisebrev fra Frøya.

E24.<https://e24.no/naeringsliv/i/Mo74rE/reisebrev-fra-froeya>

Yahoo! Finance. (2023). Hentet 30. mai 2023 fra

<https://finance.yahoo.com/quote/SALM.OL?p=SALM.OL&.tsrc=fin-srch>

12.0 Vedlegg

12.1 R-kode til Monte Carlo simulering

```
1 # Installer og importer nødvendige pakker
2 if (!require("tidyverse")) install.packages("tidyverse")
3 library(tidyverse)
4
5 # Definer faste verdier
6 current_stock_price <- 511.98
7 stock_volatility <- 0.082724649
8 expected_return <- 0.0733 # Forventet årlig avkastning
9
10 # Definer antall simuleringer
11 num_simulations <- 10000
12
13 # Kjør Monte Carlo simulering for én dag
14 simulation_data <- current_stock_price * exp((expected_return/252 - 0.5 * stock_volatility ^ 2) + stock_volatility * rnorm(num_simulations))
15
16 # Beregne den forventede aksjeprisen etter én dag
17 expected_price <- current_stock_price * (1 + expected_return/252)
18
19 # Vis et sammendrag av den endelige aksjeprisen
20 summary(simulation_data)
21
22 # Plott histogram av den endelige aksjeprisen med ggplot2
23 tibble(Price = simulation_data) %>%
24   ggplot(aes(Price)) +
25   geom_histogram(bins = 50, fill = "blue", color = "black") +
26   theme_minimal() +
27   labs(title = "Monte Carlo simulering av SalMar ASA") +
28   xlab("Aksjekurs (NOK)") +
29   ylab("Frekvens")
30
31 # Beregne avkastningen
32 returns <- (simulation_data - current_stock_price) / current_stock_price * 100
33
34 # Beregne 95. percentil av avkastning
35 return_95th_percentile <- quantile(returns, 0.95)
36
37 # Beregne 5. percentil av avkastning
38 return_5th_percentile <- quantile(returns, 0.05)
39
40 # Skriv ut resultatene
41 print(paste("Return 95th percentile:", round(return_95th_percentile, 2), "%"))
42 print(paste("Return 5th percentile:", round(return_5th_percentile, 2), "%"))
43
44 # Beregne den forventede daglige avkastningen i prosent
45 expected_daily_return <- expected_return / 252 * 100
46
47 # Beregne antall ganger den simulerte avkastningen er større enn den forventede avkastningen
48 num_higher_than_expected <- sum(returns > expected_daily_return)
49
50 # Beregne sannsynligheten for en høyere avkastning enn den forventede
51 probability_higher_than_expected <- num_higher_than_expected / num_simulations
52
53 # Beregne antall ganger den simulerte avkastningen er mindre enn det negative av den forventede avkastningen
54 num_lower_than_neg_expected <- sum(returns < -expected_daily_return)
55
56 # Beregne sannsynligheten for en lavere avkastning enn det negative av den forventede
57 probability_lower_than_neg_expected <- num_lower_than_neg_expected / num_simulations
58
59 # Skriv ut resultatene
60 print(paste("Pr(> expected return):", round(probability_higher_than_expected*100, 2), "%"))
61 print(paste("Pr(< -expected return):", round(probability_lower_than_neg_expected*100, 2), "%"))
```

12.2 Excel

Majoriteten av arbeidet gjort i verdsettelsen av SalMar har blitt gjort i den vedlagte excel filen.