



Norway Royal Salmon ASA

Strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering

Marie Wiese og Jørgen Haug

Veileder: Gunnar A. Dahl

Selvstendig arbeid – Masterstudiet i regnskap og revisjon

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i regnskap og revisjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at høyskolen eller sensorer inntår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

Formålet med denne masterutredningen har vært å beregne et verdiesimat på egenkapitalen til Norway Royal Salmon ASA (NRS) per 07.11.2016. Vi har benyttet en fundamentale verdivurderingsteknikk som hovedteknikk og en komparativ verdivurderingsteknikk som supplerende metode. Den fundamentale verdsettelsen er basert på de underliggende økonomiske forholdene i virksomheten, utarbeidet fremtidsregnskap og tilhørende fremtidskrav samt neddiskontering av fremtidige kontantstrømmer. Den komparative verdivurderingen består av en multipplmetode og funnene fra analysen er med på å bygge opp under virksomhetens endelige verdiesimat.

Den første delen av oppgaven består av en kort presentasjon av bransje, selskap og verdivurderingsteknikk. Deretter foreligger det en strategisk regnskapsanalyse av NRS. Ved hjelp av analysen har vi fått innsikt i den historiske lønnsomheten til virksomheten. Innsikten er vider benyttet til å vurdere hvorvidt selskapet er i stand til å opprettholde lønnsomheten i fremtiden. I henhold til vår analyse har NRS hatt en historisk strategisk fordel på 23,8% i perioden 2010 til 2016T. Hovedkilden til fordelen er en superrentabilitet i oppdrettsbransjen. Det skal imidlertid nevnes at denne trekkes opp av unormalt gode resultater i 2016T og det kan følgelig diskuteres om den strategiske fordelen er overvurdert.

Basert på funnene fra den strategiske regnskapsanalysen har vi utarbeidet fremtidsregnskapet og tilhørende fremtidskrav til NRS. Med bakgrunn i dette fant vi at virksomheten har en strategisk fordel på 9% på lang sikt. Deretter utarbeidet vi første verdiesimat til NRS ved å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer. Verdiesimatet ble så kjørt gjennom en konvergeringsprosess. Etter konvergeringen endte vi opp med et konkursjustert verdiesimat på kr 175,15. For å analysere usikkerheten knyttet til verdiesimatet har vi gjennomført en simulerings- og sensitivitetsanalyse. Resultatet av analysen avdekket at det er stor usikkerhet knyttet til verdiesimatet og følgelig gjennomførte vi en supplerende verdivurdering. Ved hjelp av en komparativ verdsettelse oppjusterte vi verdiesimatet på NRS til kr 178,72. Dette er snittesimat bestående av 70% av fundamentalt og 30% av komparativt verdiesimat.

Per 07.11.2016 er vårt verdiesimat på egenkapitalen til Norway Royal Salmon ASA følgelig kr 178,72 per aksje. Dette esimatet innebærer en hold-anbefaling i henhold til vår handlingsstrategi.

Forord

Denne masterutredningen er utarbeidet som ett ledd i masterstudiet i regnskap og revisjon ved Norges Handelshøyskole. Med utgangspunkt i fire temaer falt valget vårt på *analyse og verdsettelse av et børsnotert selskap* da begge undertegnede har en stor interesse for emnet.

Masterutredningen bygger i hovedsak på rammeverket presentert av Kjell Henry Knivsflå i masterkurset *MRR413A Regnskapsanalyse og verdivurdering* våren 2016.

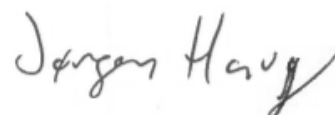
Gjennom utredningsprosessen har vi fått erfare at en bred økonomisk forståelse er viktig ved gjennomførelsen av en verdivurdering. Følgelig har vi hatt stor nytte av kunnskap tilegnet i flere kurs ved NHH både på bachelor- og masterstudiet. Prosessen har vært svært spennende og lærerik selv om vi naturligvis har møtt på utfordringer underveis. Vi sitter igjen med større kunnskap om verdivurderingsprosessen samt hvilke drivere som er med på å påvirke et verdierstatimant.

Vi ønsker til slutt å takk vår veileder, Gunnar A. Dahl, for gode råd og innspill som har vært verdifulle for oppgaven.

Bergen, desember 2016



Marie Pauline Wiese



Arne Jørgen Haug

Innholdsfortegnelse

Sammendrag	2
Forord	3
1. Innledning	8
1.1 Formål	8
1.2 Valg av selskap	8
1.3 Avgrensning	9
1.4 Struktur	9
2. Presentasjon av bransje og Norway Royal Salmon ASA	11
2.1 Oppdrettsbransjen	11
2.1.1 Historie	11
2.1.2 Verdikjeden	12
2.1.3 Konesjoner	14
2.1.4 Eksport.....	15
2.1.5 Økonomiske utfordringer	17
2.1.6 Areal- og miljøutfordringer	19
2.1.7 Makroforhold.....	21
2.2 Norway Royal Salmon ASA	23
2.2.1 Historie	23
2.2.2 Forretningsområder	24
2.2.3 Utviklingskonesjoner og grønne konesjoner	25
2.2.4 Internasjonal ekspansjon	26
2.2.5 Finansielle nøkkeltall.....	26
2.2.6 Aksjonærforhold og aksjen.....	27
2.3 Konkurrenter	27
2.3.1 Marine Harvest ASA	27
2.3.2 SalMar ASA	28
2.3.3 Lerøy Seafood Group ASA	29
2.3.4 Grieg Seafood ASA	30
2.3.5 Hvordan skiller Norway Royal Salmon seg fra sine konkurrenter?.....	30
2.4 Oppsummering	33
3. Verdsettelsesteknikker	34
3.1 Presentasjon av verdsettelsesteknikker	34
3.1.1 Fundamental verdivurdering	34
3.1.2 Komparativ verdivurdering	36
3.1.3 Opsjonsbasert verdivurdering.....	37
3.2 Valg av verdivurderingsteknikk	38
3.3 Rammeverk for fundamental verdsettelse	41
4. Strategisk analyse	43
4.1 Ekstern bransjeorientert analyse	44
4.1.1 PESTEL-analyse.....	44
4.1.2 Porters fem krefter	50
4.2 Intern ressursbasert analyse	56
4.2.1 VRIO-analyse	56
4.3 Oppsummering strategisk analyse	63
5. Regnskapsanalyse	64
5.1 Presentasjon av rammeverket	64
5.1.1 Valg av analysenivå.....	65
5.1.2 Valg av analyseperiode.....	66
5.1.3 Valg av komparative selskaper.....	66

5.2	Presentasjon av rapporterte tall.....	67
5.3	Trailing	70
5.3.1	Resultatregnskapet.....	71
5.3.2	Balansen	73
5.4	Omgruppering for analyse.....	75
5.4.1	Omgruppering av resultatregnskapet.....	76
5.4.2	Omgruppering av balanse.....	82
5.4.3	Omgruppering av kontantstrøm.....	87
5.5	Analyse av målefeil og justering.....	87
5.5.1	Biologiske eiendeler	89
5.5.2	Pensjonsforpliktelser	90
5.6	Omgruppert og juster resultatregnskap og balanse.....	91
5.7	Rammeverk for forholdstallanalyse	92
6.	Analyse av risiko.....	95
6.1	Analyse av kortsiktig risiko – Likviditetsanalyse	96
6.1.1	Likviditetsgrad 1.....	96
6.1.2	Likviditetsgrad 2.....	98
6.1.3	Likviditetsgrad 2 - ”Quick ratio”/ ”Acid test”.....	99
6.1.4	Finansiell gjeldsdekningsgrad	100
6.1.5	Rentedekningsgrad	101
6.1.6	Analyse av kontantstrøm	102
6.1.7	Rente og avdragsdekning ett år frem i tid	103
6.1.8	Supplerende likviditetsanalyser.....	104
6.2	Analyse av langsiktig risiko – Soliditetsanalyse.....	107
6.2.1	Egenkapitalprosent	107
6.2.2	Netto driftsrentabilitet	108
6.2.3	Kapitalstruktur.....	109
6.3	Oppsummering – syntetisk rating.....	111
7.	Historisk avkastningskrav	114
7.1	Krav til egenkapital og minoritet.....	115
7.1.1	Risikofri rente.....	116
7.1.2	Markedets risikopremie	117
7.1.3	Egenkapitalbeta	118
7.1.4	Illikviditetspremie.....	120
7.2	Finansielle krav.....	120
7.2.1	Finansielt gjeldskrav.....	120
7.2.2	Finansielt eiendelskrav	122
7.2.3	Netto finansielt gjeldskrav.....	124
7.2.4	Finansiell gjeldsbeta, finansiell eiendelsbeta og netto finansiell gjeldsbeta	124
7.3	Netto driftskapitalbeta og årlig egenkapitalbeta	127
7.4	Egenkapital- og minoritetskrav.....	128
7.5	Netto driftskrav og sysselsatt kapitalkrav.....	128
7.6	Oppsummering avkastningskrav	129
8.	Analyse av lønnsomhet.....	131
8.1	Egenkapitalrentabilitet	132
8.1.1	Superrentabilitet	132
8.1.2	Ekstern bransjefordel.....	134
8.1.3	Intern ressursfordel.....	134
8.1.4	Oppsummering strategisk fordel	135
8.2	Rammeverk for strategisk drifts- og finansieringsanalyse.....	136
8.3	Driftsfordel.....	137
8.4	Strategisk driftsfordel	139
8.4.1	Bransjefordel drift	140

8.4.2	Ressursfordel drift	141
8.4.3	Omløpsfordel og marginfordel	142
8.4.4	Oppsummering strategisk driftsfordel	150
8.5	Gearingfordel drift	150
8.6	Oppsummering driftsfordel.....	152
8.7	Finansieringsfordel.....	152
8.7.1	Finansieringsfordel finansiell gjeld	153
8.7.2	Finansieringsfordel finansielle eiendeler.....	154
8.7.3	Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	155
8.7.4	Finansieringsfordel minoritetsinteresser	156
8.7.5	Oppsummering finansieringsfordel	158
8.8	Oppsummering strategisk fordel	158
9.	Fremtidsregnskap	160
9.1	Rammeverk for fremtidsregnskap.....	160
9.2	Vekstanalyse.....	161
9.2.1	Historisk driftsinntekstvekst	161
9.2.2	Historisk egenkapitalvekst.....	162
9.3	Valg ved utarbeidelsen av fremtidsregnskap.....	163
9.3.1	Budsjettthorisont.....	163
9.3.2	Detaljnivå	165
9.3.3	Fremskrivningsteknikk	165
9.4	Budsjett drivere i budsjettperioden	166
9.4.1	Driftsinntekstvekst.....	167
9.4.2	Netto driftseiendeler	170
9.4.3	Netto driftsresultat	172
9.4.4	Netto finansiell gjeld	174
9.4.5	Netto finansresultat.....	176
9.4.6	Minoritetsinteresser	178
9.4.7	Netto minoritetsresultat	179
9.5	Presentasjon av fremtidsregnskap.....	179
9.5.1	Fremtidsregnskap	180
9.5.2	Fremtidsbalanse	180
9.5.3	Frikontantstrøm	181
10.	Fremtidskrav	182
10.1	Krav til egenkapital og minoritet.....	182
10.1.1	Risikofri rente.....	182
10.1.2	Markedsrisikopremie.....	184
10.1.3	Egenkapitalbeta	184
10.1.4	Illikviditetspremie	185
10.1.5	Egenkapital- og minoritetskrav	185
10.2	Finansielle krav	186
10.2.1	Syntetisk rating.....	186
10.2.2	Finansielt gjeldskrav	187
10.2.3	Finansielt eiendelskrav	187
10.2.4	Netto finansielt gjeldskrav	188
10.2.5	Finansiell gjeldsbeta, finansielle eiendelsbeta og netto finansiell gjeldsbeta	189
10.3	Selskapskrav	190
10.4	Strategisk fordel	191
11.	Fundamental verdsettelse	193
11.1	Egenkapitalmetoden	193
11.1.1	Utbyttmodellen	194
11.1.2	Fri kontantstrømmodellen	194
11.1.3	Superprofittmodellen.....	194

11.1.4	Superprofittvekstmodellen	195
11.2	Selskapskapitalmetoden	195
11.2.1	Sysselsatt kapitalmetoden	195
11.2.2	Netto driftskapitalmetoden	196
11.3	Første verdiestimat ved bruk av budsjetterte vekter.....	196
11.3.1	Oppsummering første verdiestimat	198
11.4	Konvergens mot et felles verdiestimat.....	199
11.5	Analyse av usikkerhet.....	201
11.5.1	Konkursrisiko	202
11.5.2	Crystal Ball.....	203
11.5.3	Utvidet sensitivitetsanalyse	212
11.6	Oppsummering verdiestimat og usikkerhet	217
12.	Komparativ verddivurdering.....	219
12.1	Komparative selskaper	220
12.2	Multipler	220
12.2.1	Pris/Salg-multiplikator	221
12.2.2	Pris/Fortjeneste-multiplikator.....	222
12.2.3	EV/EBIT-multiplikator	224
12.2.4	EV/EBITDA-multiplikator.....	225
12.2.5	Pris/Bok-multiplikator.....	226
12.3	Endelig verdiestimat etter komparativ verdsettelse	227
13.	Konklusjon og handlingsstrategi	228
13.1	Oppsummering av viktige funn	228
13.2	Vekting av verdiestimatene	229
13.3	Handlingsstrategi	230
14.	Referanseliste.....	231
14.1	Faglitteratur.....	231
14.2	Forelesningsnotater.....	231
14.3	Offentlige kilder	231
14.4	Selskapsinformasjon og årsrapporter	232
14.5	Andre kilder.....	233
15.	Figur- og tabelloversikt.....	235
15.1	Figuroversikt	235
15.2	Tabelloversikt	236
16.	Oversikt over forkortelser	239

1. Innledning

I dette kapittelet skal vi presenterer formålet med verdivurderingen, begrunnelse for valg av selskap samt avgrensninger vi har foretatt. Vi vil også presentere oppgavens struktur og oppbygging.

1.1 Formål

Formålet med oppgaven er å gjennomføre en verdivurdering av Norway Royal Salmon ASA ved å beregne egenkapitalverdien til selskapet per 07.11.2016. Verdsettelsen bygger på en strategisk regnskapsanalyse som består av både kvantitative og kvalitative metoder. Basert på analysen kan vi predikere fremtiden til selskapet og følgelig utarbeide et verdiestimat. Verdiestimat sammenlignes deretter med markedsverdien på Oslo Børs og danner grunnlaget for en anbefalt handlingsstrategi. Verdivurderingen er basert på offentlig informasjon i form av års- og kvartalsrapporter. Siste publiserte rapporter har i vårt tilfelle vært andre kvartal og følgelig har vi måtte predikere de to siste kvartalene for 2016. Det er rimelig å anta at usikkerheten knyttet til det utarbeidede verdiestimatet vil være stor og følgelig vil gjennom oppgaven ha en kritisk drøftelse av metoder og estimer.

1.2 Valg av selskap

Valget av bransje og selskap er basert på interesse. De siste årene har interessen for laks økt og vi har dermed fulgt utviklingen i oppdrettsbransjen tett. Selv om næringen nå opplever gode tider står den også overfor store fremtidsutfordringer knyttet til biologi og teknologi. Dette er noen av momentene som medførte at vi ønsket å analysere oppdrettsbransjen nærmere. Vi har videre hatt et ønske om å analysere et selskap som er i utvikling og som har potensiale, og følgelig gå litt bort fra de store selskapene som for eksempel Marine Harvest. Et av selskapene som har hatt en stor vekst siden de ble notert på Oslo Børs og som har store ambisjoner for fremtiden er Norway Royal Salmon ASA. Selskapet har også et fremtidsfokus på bærekraftig utvikling hvilket økte vår interesse for selskapet. Lakseprisene har vært unormalt høye det siste året hvilket har medført at Norway Royal Salmon ASA har levert rekordresultat i kvartalsrapportene. Vi syntes dermed at det ville være spennende å se hvordan dette vil påvirke verdien og utviklingen til selskapet og følgelig falt valget på NRS.

1.3 Avgrensning

Tallgrunnlaget i verdivurderingen er som nevnt avgrenset til andre kvartalsrapport som ble fremlagt 24.08.2016. I ettertid har tredje kvartalsrapport blitt presentert, men denne er ikke hensyntatt i vår utarbeidelse da den først ble fremlagt etter at vi hadde ferdigstilt vårt verdierestimert på NRS. Tallgrunnlaget og informasjon i oppgaven er utelukkende hentet fra eksterne kilder. Følgelig øker usikkerheten knyttet til verdierestimert da det med stor sannsynlighet foreligger viktig intern informasjon som er ukjent for oss.

Verdivurderingen er begrenset til to av tre verdivurderingsmetoder og selskapet er vurdert på konsernnivå da dette nivået anses som mest hensiktsmessig. Vi har valgt ut fire komparativeselskaper som sammen med NRS danner bransjegjennomsnittet for oppgaven. De komparative selskapene er alle notert på børs og består av Marine Harvest ASA, SalMar ASA, Lerøy Seafood ASA og Grieg Seafood ASA. Vi har valgt å avgrense bransjen til å gjelde den norske oppdrettsbransjen og følgelig har vi ekskludert utenlandske selskaper.

Analyseperioden som utgjør grunnperioden i oppgaven er 2011-2015. Vi har også benyttet tall fra 2010 i noen analyser samt til utregningen av endringstall. Som tidligere nevnt har vi også estimert tall for 2016 hvilket gir oss en total analyseperiode på syv år. Dette mener vi er en tilstrekkelig lang periode for å inkludere både opp- og nedgangskonjunkturer i bransjen. Det skal dog nevnes at 2016 må anses som ett topp år i oppdrettsbransjen da lakseprisene er og har vært unormalt høye. De fleste oppdrettsselskap har levert rekordresultater i kvartalsrapportene og lakseprisen forventes å stige enda mer mot slutten av året. Fra vi startet å jobbe med denne verdsettelsen til vi ferdigstilte verdierestimert har aksjekursen til NRS steget med over 50 kr. Dette medfører at usikkerheten til vårt estimat øker da det er svært vanskelig å predikere sluttresultatet for året.

1.4 Struktur

Utredningen bygger på Kjell Henry Knivsflå sitt rammeverk for fundamental verdivurdering som er presentert i masterkurset MRR413A Regnskapsanalyse og verdivurdering. Følgelig bygger strukturen i oppgaven på Knivsflå sitt oppsett. Selve utredningen består av tre hoveddeler samt en avslutningsdel med konklusjon, referanseliste og forkortelser.

Den første delen av oppgaven består av kapittel 2-4 som inneholder en introduksjonsdel samt en strategisk analyse. I kapittel 2 presenterer vi oppdrettsbransjen, Norway Royal Salmon ASA og de komparative selskapene. Kapittel 3 inneholder teori om de ulike verdsettelsesmetodene samt begrunnelse for valg av metode. Til slutt gjennomfører vi en strategisk analyse i kapittel 4 som består av en intern ressursorientert analyse og en ekstern bransjeorientert analyse.

Del to av utredningen utgjør den historiske regnskapsanalysen og omfatter kapittel 5-8. Regnskapsanalysen starter med en presentasjon av ujustert resultatregnskap, balanse og kontantstrøm. Deretter omgrupperes og justeres regnskapet og følgelig klargjøres for videre analyse. Kapittel 6-8 består av en forholdstallsanalyse som igjen kan deles opp i en risiko- og en rentabilitetsanalyse. I kapittel 6 gjennomfører vi en vurdering av kortsiktig og langsiktig risiko i virksomheten opp mot risiko i bransjen som resulterer i en rating av selskapet og bransjen. Basert på ratingen kan vi i kapittel 7 utlede virksomhetens historiske avkastningskrav som igjen benyttes i lønnsomhetsanalysen i kapittel 8. Den strategiske fordelene eller ulempene dekomponeres videre for å finne kildene til selskapets eventuelle lønnsomhet.

Den siste delen omfatter kapittel 9-12 og utgjør selve beregningen av verdiestimatet til virksomheten. I kapittel 9 predikeres fremtidsregnskapet basert på den historiske regnskapsanalysen. Deretter estimeres fremtidskravene i kapittel 10 som videre blir benyttet som neddiskonteringsrenter i kapittel 11. I kapittel 11 utarbeides verdiestimatet til egenkapitalen ved hjelp av ulike fundamentale metoder. Verdiestimatene konvergeres videre mot hverandre ved hjelp av verdivekter slik at vi til slutt sitter igjen med ett felles estimat. Ettersom det er stor usikkerhet knyttet til verdiestimatet gjennomfører vi også en analyse av usikkerheten i kapittel 11. Grunnet risiko for feil utarbeider vi videre et verdiestimat ved hjelp av den komparative verddivurderingsteknikken i kapittel 12 som benyttes som en målestokk. Basert på funnene i kapittel 11 og 12 kan den endelige verdien til egenkapitalen fastsettes.

2. Presentasjon av bransje og Norway Royal Salmon ASA

For å forstå den strategiske regnskapsanalysen som vi skal gjennomføre i de påfølgende kapitlene er det viktig med bakgrunnsinformasjon om bransjen og selskapet som skal verdsettes. Dermed skal vi i dette kapitlet presenterer oppdrettsbransjen og selskapet Norway Royal Salmon ASA. Avslutningsvis vil vi gi en kort presentasjon av selskapets største konkurrenter samt hvordan NRS skiller seg fra disse selskapene.

2.1 Oppdrettsbransjen

I presentasjonen av oppdrettsbransjen vil vi ta for oss blant annet historie, verdikjede og essensielle forhold i bransjen. Vi vil også se på de viktigste økonomiske driverne samt de største utfordringene før vi til slutt redegjør for viktige makroforhold.

2.1.1 Historie

Oppdrettshistorien til Norge startet i 1970 da det for første gang ble satt ut laksesmolt i merder på Hitra. Utviklingen fortsatte i 1973 ved at regjeringen nedsatte et utvalg som skulle utrede potensialet i næringen. Samme år vedtok også regjeringen en konsesjonslov som fastsatte at det skulle deles ut konsesjoner for å styrke oppdrettsnæringen i lokale kyst- og fjordsamfunn slik at oppdrett ikke skulle bli en næring kun for store selskaper. (Laksefakta, 2016b)

Fra 1970 til 1980 økte produksjonen av oppdrettslaks fra 500 til 8000 tonn. Hordaland, Sør-Trøndelag og Møre og Romsdal var frem til 1980 hovedområdene for oppdrettsanleggene. Utover 1980-tallet ble det tildelt konsesjoner slik at oppdrettsnæringen spredde seg langs hele kysten av Norge. Utdelingen av konsesjonene førte også til at antallet oppdrettere vokste. (Laksefakta, 2016b)

For den norske oppdrettsnæringen har eksport vært svært viktig. Japan begynte på 1980-tallet å importere laks til sushi hvilket førte til at eksporten fra Norge økte. Den økte etterspørselen etter norsk laks førte til at det i 1990 ble produsert hele 170 000 tonn laks mot 8000 tonn ti år tidligere. (Laksefakta, 2016b)

Utover 2000-tallet har det vært et sterkt fokus på miljø og bærekraft innenfor oppdrettsnæringen som følge av problemer med lakselus, rømming og forurensning. I 2011 forpliktet oppdrettsselskapene seg til å bekjempe både lakselus og rømming og i 2013 ble det åpnet for å søke om grønne konsesjoner for første gang. Dette har vært en viktig utvikling i oppdrettsbransjen da de grønne konsesjonene skal sikre en bærekraftig og miljøvennlig næring langs kysten. (Laksefakta, 2016b)

Oppdrettsnæringen er fortsatt en relativ ung næring hvilket medfører at den stadig er i utvikling. Grønne konsesjoner har vært viktig for å fremme en mer bærekraftig næring, men bransjen er også i en situasjon hvor den må utvikle seg teknologisk og finne nye lokasjoner til oppdrettsanlegg. Dette har ført til at det siden 2015 har det vært mulig å søke om utviklingskonsesjoner som skal fremme teknologiseringen blant norske selskaper. (Laksefakta, 2016b)

På verdensbasis er Norge i dag den største oppdrettsnasjonen. I 2015 sto Norge for 53% av produksjonen av laks og ørret i verden, mens Chile som er den nest størst oppdrettsnasjonen, hadde en produksjon på 25%. For Norge er oppdrettsnæringen en viktig inntektskilde og i 2015 var eksportverdien av laks ca. 50 milliarder. (Laksefakta, 2016b)

2.1.2 Verdikjeden

Verdikjeden til lakseoppdrett er delt opp i smoltproduksjon, matfiskproduksjon, slakting, videreforedling og salg og markedsføring. For oppdrettsselskapene har det blitt viktig å integrere seg i deler eller hele verdikjeden. Dette har ført til at selskaper de siste årene har kjøpt seg inn i settefiskanlegg, slakterier osv. eller bygget sine egne anlegg. Som en følge av dette eksisterer det i dag færre og større oppdrettsselskaper enn tidligere i Norge. (Kalvøy & Tveterår, 2006)

Å produsere en oppdrettslaks tar 2 til 3 år. Prosessen starter i ferskvann på land der eggene til en stamfisk befruktes og klekkes til yngel etter 60 dager. Etter 4-6 uker begynner yngelen å ta til seg næring på egenhånd og er da klar for å sorteres og vaksineres mot sykdommer. For å unngå sykdom er renslighet og vannkvaliteten svært viktig. 10-16 måneder etter klekking er smolten klar for levering til merdene. Smolten må da tilvennes saltvann og liv i sjøen. For å tilvenne smolten tilføres det gradvis mer saltvann i vanntankene. Smolten fraktes så til

merdene i brønnbåter. Vekten til smolten er på dette tidspunktet mellom 60 og 100 gram. (Nesfossen Smolt AS)

Oppdrettsfisken lever i merden i ca. 14 til 24 måneder eller frem til den er blitt stor nok for slakting. (Marine Harvest ASA, 2016b) Vanligvis slaktes fisken når den er mellom 4-6 kilo. Laksen føres regelmessig samtidig som det holdes oppsyn med merdene og den helsemessige tilstanden til fisken. (Nesfossen Smolt AS)

Før slakting overføres fisken til en slaktemerd hvor fisken bedøves med slag mot hodet eller med strøm før den avlives så snart som mulig. I følge mattilsynet skal dette gi fisken den beste fiskevelferden samt at det også sikrer den beste kvaliteten på kjøttet da fisken unngår unødig stress. Slaktingen av fisken følger strenge regler som er regulert av akvakulturloven sammen med tilsyn fra Mattilsynet. (Mattilsynet, 2013)

Etter slaktingen av fisken fordeles den inn i to, hvor den ene delen går til pakking som uforedlet fisk, mens den andre delen går til foredling. Produkter som er foredlet er for eksempel røkt laks og fileterte produkter. Til slutt selges produktet gjennom en salgsavdeling til konsumenter over hele verden. (Norway Royal Salmon ASA, 2015)



Figur 2-1 Verdikjeden i oppdrettsbransjen, (Norway Royal Salmon ASA, 2015)

2.1.3 Konesjoner

En konsesjon er en tillatelse til å drive oppdrett av en bestemt art, i et bestemt omfang på en eller flere bestemte lokaliteter. For å få tildelt en konsesjon må selskap søke og konsesjonene tildeles hovedsakelig av Fiskeridirektoratet. Når et oppdrettsselskap har fått tildelt en konsesjon må selskapet videre søke om en eller flere lokaliteter hvor selskapet kan drive produksjon. En konsesjon kan ha inntil fire lokaliteter. (Nærings- og fiskeridepartementet, 2004) Selskaper som har fått tildelt en konsesjon står selv fritt til å selge denne videre, men kan ikke drive med utleie. (Nærings- og fiskeridepartementet, 2005)

I en konsesjon kan ett oppdrettsselskap ha inntil 780 tonn konsesjonsbiomasse til enhver tid. Er konsesjonen derimot lokalisert i Troms og Finnmark kan konsesjonen inneholde inntil 900 tonn konsesjonsbiomasse forutsatt at alle lokaliteter knyttet til konsesjonen ligger i Troms og Finnmark. (Nærings- og fiskeridepartementet, 2004) I dag eksisterer det flere typer konsesjoner hvorav matfiskkonsesjoner er den det foreligger flest av. En matfiskkonsesjon er en konsesjon som gir oppdrettsselskapet tillatelse til å produsere fisk som på sikt skal slaktes til konsum og som ikke faller inn under definisjonen til sette- eller stamfisk. Da det er kapasitetsbegrensninger knyttet til denne typen konsesjon på grunn av negative miljøpåvirkninger har det de senere årene også blitt opprettet grønne konsesjoner og utviklingskonsesjoner for matfisk. Disse konsesjonene skal styre næringen i en mer bærekraftig retning. Videre finnes det også konsesjoner for settefisk, altså konsesjoner for oppdrett av smolt. (Fiskeridirektoratet, 2016c)

Grønne konsesjoner har som formål å sikre teknologiutvikling for å minske spredning av lakselus og rømning fra oppdrettsanleggene. Med dette har konsesjonen som hovedformål å sikre en bærekraftig og miljøvennlig næring langs kysten. Det ble i 2013 tildelt 45 tillatelser fordelt på tre grupper: A, B og C. I gruppe A, som omfatter Troms og Finnmark, ble det utdelt 20 konsesjoner og i gruppe B og C, som omfatter hele landet, ble det utdelt henholdsvis 15 og 10. For å få tildelt en grønn konsesjon innenfor gruppe A eller B måtte selskapene legge frem en løsning som enten gir 0,25 eller færre hunnlus per laks med 3 eller færre medikamenter per produksjonssyklus eller en løsning som reduserer rømningen fra anlegget. For å få tillatelse i A eller B var det også et krav om innløsning av en eksisterende konsesjon. I gruppe C forpliktet søkerne seg til innovasjon ment for kommersiell bruk som skal redusere utfordringene knyttet til miljø vesentlig. Kravet for å få en konsesjon i C var å legge frem en

løsning som gir 0,1 eller færre hunnlus per laks med 3 eller færre medikamenter per produksjonssyklus ellers redusere rømningen vesentlig. Det er i tillegg krav om at kunnskap og erfaring fra disse prosjektene må deles med resten av næringen. I C var det ingen krav om innløsning av eksisterende tillatelser. (Fiskeridirektoratet, 2016a)

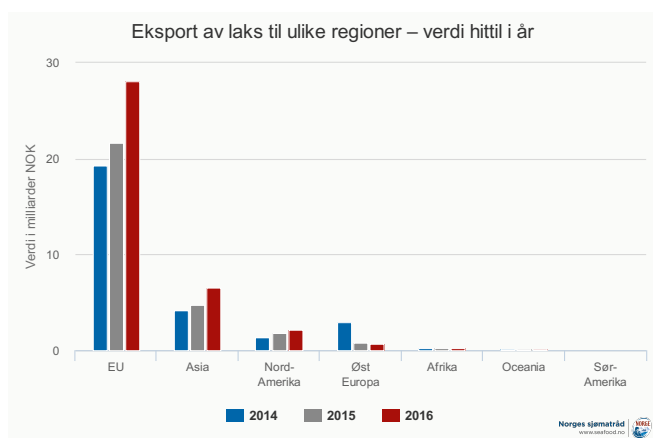
Videre har Fiskeridirektoratet i perioden 2015 til 2017 åpnet for søknader om utviklingskonsesjoner. Formålet med konsesjonene er å løse miljø- og arealutfordringene som oppdrettsbransjen i dag stå overfor på en effektiv måte. Disse konsesjonene har som hovedhensikt å fremme teknologisk vekst og innovasjon med betydelige investeringer. Dette gjelder i stor grad prosjekter knyttet til utvikling av nye oppdrettsanlegg som kan legges offshore da dette vil løse noen av dagens arealutfordringer. Det er et krav fra Fiskeridepartementet om at teknologien som blir utviklet i disse prosjektene skal komme næringen til gode. Varighetene på konsesjonen blir vurdert ut ifra hvor lang tid utviklingen av prosjektet vil ta. Dersom prosjektet er vellykket og søkeren oppfyller strenge krav kan utviklingskonsesjonen konverteres til en ordinær konsesjon på sikt. Behandlingen av søknadene skjer fortløpende. (Fiskeridirektoratet, 2016d)

Konsesjoner for produksjon av settefisk gis av fylkeskommunen lokalt. Fiskeridirektoratet definerer settefisk som rogn, yngel, parr, og smolt som produseres for å på sikt kunne overføres til nye lokaliteter eller annen type produksjon. Det er ingen begrensning på hvor mange settefisktillatelser som deles ut etter laksetildelingsforskriften. Det er heller ingen begrensning på antall fisk som kan settes ut eller størrelse på anlegget. (Fiskeridirektoratet, 2015)

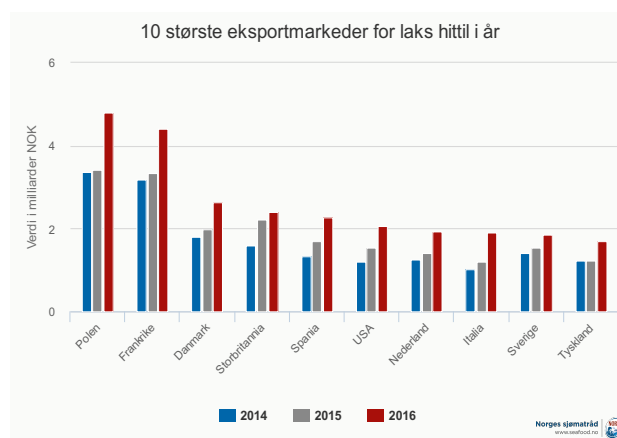
2.1.4 Eksport

Norge er verdens største produsent av atlantisk laks og produserte i 2015 ca. 1,3 millioner tonn laks. (Statistisk sentralbyrå, 2016a) Dette tilsvarer 53 prosent av all produksjon av atlantisk laks på verdensbasis. Den nest største produsenten er Chile som står for omtrent 25 prosent av produksjonen. (Laksefakta, 2016b) I tillegg er Canada og Storbritannia størst av de mindre aktørene. (Nærings- og fiskeridepartementet, 2015) Ettersom Norge er verdens største produsent av atlantisk laks, eksporteres og selges norsk laks til markeder over hele verden.

I 2015 eksporterte Norge 1 035 000 tonn laks hvilket tilsvarer en økning på 3,7% fra 2014. Laksen hadde en eksportverdi på 47,7 milliarder kroner som er den høyeste eksportverdien av laks noensinne. EU er det største markedet for norsk eksportlaks og i 2015 gikk omtrent 77% av all eksport, målt i produktvekt, til landene i EU. Asia er det nest største eksportmarkedet, etterfulgt av Nord Amerika. De siste årene har markedet for norsk laks i USA hatt en kraftig vekst, mens det har vært en nedgang i eksporten til Øst Europa grunnet forholdene til Russland. (Norges sjømatråd, 2016a) Av enkeltstående markeder er Polen størst importør av norsk laks etterfulgt av Frankrike, Danmark og Storbritannia. (Norges sjømatråd, 2016b)



Figur 2-2 Eksport av laks til ulike regioner (Norges sjømatråd, 2016b)



Figur 2-3 10 største eksportmarkeder for laks (Norges sjømatråd, 2016b)

Selv om Norge i dag er verdens største oppdrettsnasjon møter norske selskaper konkurranse fra andre land, spesielt Chile. For at Norge skal ha gode konkurransevilkår internasjonalt er det viktig med handelsavtaler. Norge har i dag slike avtaler med flere land gjennom EFTA og WTO. I tillegg har Norge frihandelsavtaler med noen utvalgte land. (Fiskeri - og havbruksnæringens forskningsfond, 2016)

I Norges største eksportmarked, EU, er det 2 % toll på uforedlet laks, mens foredlet laks har tollsats på mellom 5 og 13 %. Chile har gjennom en frihandelsavtale med EU tollfrihet på laks hvilket fører til at oppdrettsselskapene i Chile har en konkurransefordel overfor selskapene i Norge. I Asia, som er et voksende marked for laks, har Norge EFTA-frihandelsavtaler med flere land. Disse avtalene har gitt norsk laksenæring et konkurransefortrinn i flere markeder. I det største asiatiske markedet, Japan, er Norge markedsledende. Tollsatsen er i dag 3,5% i Japan og konkurransevilkårene for hel laks i dette markedet er lik for Norge og Chile. På sikt kan derimot Norge få dårligere konkurransevilkår i

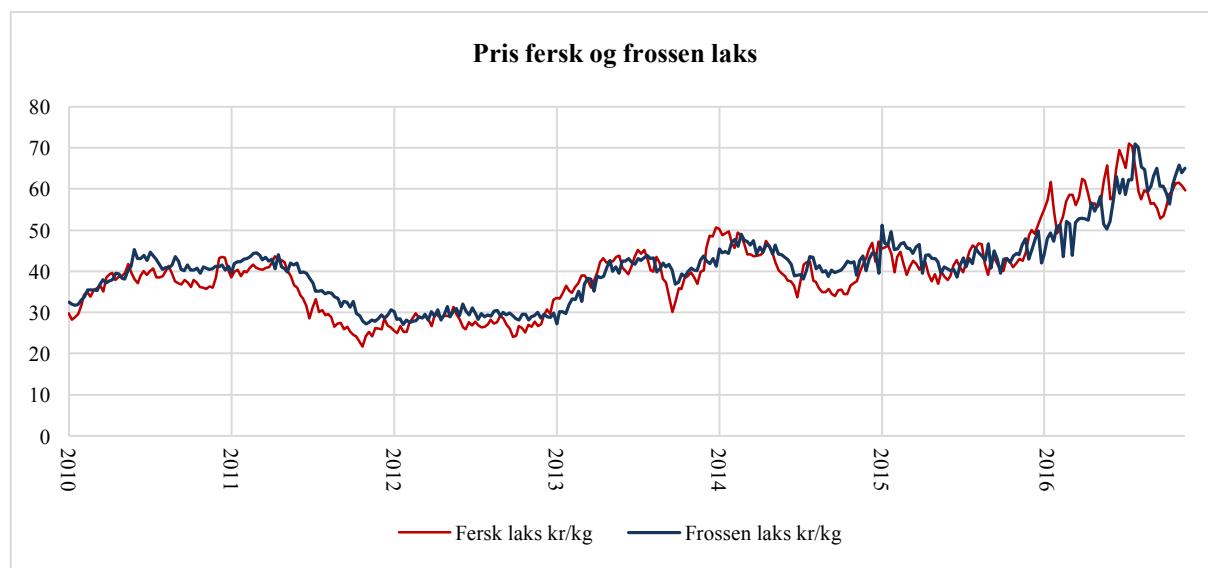
landet på grunn av en ny handelsavtale mellom Trans-Pacific Partnership (TPP) landene¹. I USA som også er et stort marked for Norge er det ingen toll på fersk og fryst laks grunnet WTO-avtalen. (Fiskeri - og havbruksnæringens forskningsfond, 2016)

2.1.5 Økonomiske utfordringer

I de påfølgende delkapitlene skal vi se på økonomiske forhold som har stor innvirkning på selskapene i oppdrettsbransjen. Den største økonomiske faktoren i bransjen er lakseprisen ettersom driftsinntektene i selskapene påvirkes av svingninger i prisen. Videre har kostnadsnivået og kostnadsdrivere betydning for resultatene.

2.1.5.1 Volatil laksepris

Den viktigste faktoren for oppdrettsselskapene er lakseprisen. I oktober 2016 lå eksportprisen på fersk hel laks på 60,20 kroner per kilo. (Norges sjømatråd, 2016b) Lakseprisen er svært volatil og som figur 2-4 viser har det vært store svingninger i prisen i løpet av de siste årene.



Figur 2-4 Prisutvikling fersk og frossen laks, 01.01.10 - 07.11.16 (Yahoo Finance, 2016)

Volatiliteten i prisen kan forklares med at lakseproduksjonen er uelastisk. Produksjonstiden er lang da det tar opptil 2-3 år før en oppdrettslaks er slakteklar. I tillegg er laks en råvare som

¹ TPP-landene: Australia, Brunei, Canada, Chile, Japan, Malaysia, Mexico, New Zealand, Peru, Singapore, USA, Vietnam

må selges fortløpende da den har kort holdbarhet. Det er altså vanskelig å endre produksjonsmengden når smolten først er satt i merden og vanskelig å lagre den når den er slaktet. Dette betyr at det i perioder kan bli en over- eller underproduksjon av laks som påvirker lakseprisen i markedet. Sesongvariasjoner i prisen er også stor og kan forklare noe av volatiliteten. Prisen er som regel lavere på høsten og vinteren enn på våren og sommeren. En av kildene til variasjonen er slaktevolumet da slaktevolumet er større på høsten enn på våren. (Guttormsen, 2013)

2.1.5.2 Kostnadsdrivere

De viktigste kostnadsdriverne i bransjen er smolt, fôr, lønn og andre kostnader. Siden 2005 har produksjonskostnadene til oppdrettsselskapene økt med 40% justert for inflasjon. Av økningen utgjorde fôr 55% av kostnadene, andre kostnader 21%, smolt 11% og lønn 10%. (Nofima, 2015)

Det er flere faktorer som har bidratt til at det har vært en økning i fôrkostnadene de siste årene. Fra 2010 til 2015 økte prisen per kilo fôr fra 8 til 11 kroner. Dette skyldes blant annet at fôrsammensetningen har endret seg slik at mengden vegetabiliske råvarer utgjør en større andel av fôret. Mengden fôr som må til for å produsere en kilo laks, fôrfaktoren, har også økt de siste årene. En av grunnene til dette er økt dødelighet på et sent stadige i produksjonen som gjør at tapet av brukt fôr er større enn tidligere. I dag benyttes også en mer spesialisert fôrtype for å bedre veksten samt hindre lus og sykdom. (Nofima, 2015)

Andre kostnader inneholder flere ulike poster, men økningen i denne posten er hovedsakelig knyttet til problemet med lakselus. Myndighetene har de siste årene krevd tiltak fra oppdrettsbransjen for å holde lakselussituasjonen under kontroll hvilket medfører økte kostnader for selskapene. Kostnadene knyttet til lusetelling, rensefisk, vask av nøter, behandling av lus, fôrbehandling av lus, dødelighet etter behandling av lus, tapte fôringsdøgn og sykdom er medvirkende årsaker til at kostnadene har økt. (Nofima, 2015)

Økningen i smoltkostnadene skyldes at utsatt smolt har økt i vekt fra 60 til 100 gram. Å sette ut større smolt er et bevisst valg fra selskapene da dette er et grep for å redusere tiden laksen

er eksponert mot lus samtidig som økt vekt forkorter den totale produksjonstiden til fisken. (Nofima, 2015)

Økningen i kostnadene knyttet til lønn skyldes flere faktorer. Blant annet har lønnsstigningen i andre konkurrerende næringer, for eksempel oljenæringen, drevet lønnsnivået i oppdrettsnæringen oppover. I tillegg har oppdrettsselskapene økt i størrelse og dermed hatt behov for å utvide den administrative avdelingen. Videre har større anlegg økt behovet for rapportering og overvåking knyttet til situasjoner som for eksempel lus. (Nofima, 2015)

Vi kan se at kostnadsnivået har økt i takt med lakseprisen de siste årene. Dette skyldes nevnte årsaker samt at leverandørene i bransjen har økt prisene i de gode tidene. Ettersom lakseprisen er volatil er oppdrettsselskapene avhengig av at kostnadsnivået i bransjen ikke øker til et for høyt nivå da lakseprisen fort kan synke igjen.

2.1.6 Areal- og miljøutfordringer

Oppdrettsnæringen står i dag overfor både areal- og miljøutfordringer. Utfordringer knyttet til rømming fra anlegg og lakselus anses som de to største ettersom dette er trusler for villaksbestanden i Norge. Tiltak, investeringer og teknologisk utvikling vil være svært viktig for bransjen fremover for å kunne bekjempe problemene. (Vitenskapelig råd for lakseforvaltning, 2016)

2.1.6.1 Lakselus

Sykdommer og lakselus har i lang tid vært en utfordring for oppdrettsnæringen. Lakselusen er en naturlig parasitt i norske farvann og problemet knyttet til lakselus oppstår først når konsentrasjonen av lus i et oppdrettsanlegg blir for stor. Konsentrasjonen kan påvirke både oppdrettsfisken og villfisken som lever ved anleggene. Lakselusen fester seg på laksefisken ved at den spiser av fisken og påfører sår som vil påvirke saltbalansen til dyret. Lakselus er ikke farlig for kvaliteten på kjøttet dersom noen få lus fester seg på fisken, men øker antallet per fisk vil det derimot gå utover dyrets helse og velferd. Bekjempelsen av lakselus er viktig for en miljøvennlig og bærekraftig drift i oppdrettsnæringen. (Lusedata)

Oppdretterne har selv ansvar for å holde lakselusen på et nivå som tilsvarer maksimalt 0,5 kjønnsmodne hunnlus per fisk. Så lenge lusenivået holdes under det angitte nivået av myndighetene vil ikke lus utgjøre et problem for oppdrettsfisken. Problemet oppstår når oppdrettslaksen sprer lakselus til villfisken og denne blir bærer av lakselus. Smitten kan føre til svekkelse, redusert vekst og dødsfall hvis infeksjonen blir for høy. (Teknologirådet, 2012) Det har til nå vært utstrakt bruk av legemidler for å bekjempe lus. Dette har ført til at en større andel av oppdrettsbestanden har blitt resistente mot legemidler hvilket igjen har ført til nye utfordringer for bransjen. På grunn av dette prøver selskapene nå å bekjempe lusproblemet med nye metoder. (Mattilsynet, 2016a)

2.1.6.2 Rømming

Den største trusselen mot villaksbestanden er rømt laks fra anleggene. Hovedgrunnen til rømmingene er ikke at standarden på utstyret i bransjen er for dårlig, men at utstyret blir feil montert og ikke riktig håndtert. (Teknologirådet, 2012) Når oppdrettsfisk rømmer fra anlegget er det villfisken det går utover miljømessig. Oppdrettslaks kan gå oppover i gyteområder hvor villaksen holder til og formere seg med den. Problemet med formateringen er at oppdrettslaksen har en dårligere overlevelsessevne enn villaksen og dermed påvirker bestanden av villaksen negativt. Rømt laks kan i tillegg være en smittebærer av lakselus. (WWF) Det er også et økonomisk aspekt i form av tapte verdier for selskapene ved rømming. (Laksefakta, 2016a)

2.1.6.3 Tiltak og utvikling

Oppdrettsnæringen er i utvikling og aktørene i bransjen bruker mye tid og investeringer på å redusere dagens utfordringer samt sikre at driften er i henhold til bærekraftkriteriene. Tiltakene for å redusere oppdrettsnæringens utfordring kan deles inn i biologiske, driftsforbedrende og tiltak knyttet til utstyrsutvikling. Flere av tiltakene som gjennomføres i dag er av forebyggende karakter. Dette kan være tiltak i form av vaksiner og forbedret notmateriale. Tiltak som sporing av rømt fisk er av en mer ”reparerende” karakter. For at næringen skal få en varig reduksjon av utfordringer er det viktig at fokuset ligger på de forebyggende tiltakene. (Teknologirådet, 2012)

Teknologiutvikling i bransjen vil være svært viktig for bekjempelsen av dagens utfordringer samt utviklingen av oppdrettsanleggene. I dag er det åpne merdanlegg som er mest vanlige og teknologien knyttet til disse anleggene er tilgjengelig kommersielt. Selskapene jobber nå med å utvikle ny teknologi slik at oppdrettsanleggene kan flyttes ut av fjordene i enten åpne eller lukkede merder. Det skilles mellom tre typer lukkede merder: senkbare, flytende med fleksible vegger og flytende med faste vegger. I lukkede merder kan vannbehandlingen forbedres samtidig som et lukket anlegg forhindrer rømning. Ved å legge anleggene offshore flyttes de også til et miljø hvor vannet er kaldere og strømmene mer optimale for vekst. Samtidig bekjempes spredningen av lus da selskapene har mulighet til å pumpe vann opp i anleggene fra et dyp der lakselus ikke eksisterer. (Teknologirådet, 2012) Flere selskaper har søkt om utviklingskonsesjoner for å prøve ut lukkede merder. (Fiskeridirektoratet, 2016b)

2.1.7 Makroforhold

I likhet med de fleste bransjer vil makroøkonomiske forhold påvirke oppdrettsbransjen. Makroforholdene med størst innvirkning på oppdrettsvirksomhetene er rente-, valuta- og handelspolitiske forhold.

2.1.7.1 Rente

Oppdrettsbransjen har over årene endret seg til å bli en kapitalintensiv bransje. For å kunne konkurrere om markedsandeler har det vært nødvendig med involvering og investeringer i alle ledd i verdikjeden. Dette har ført til at oppdrettsselskapene har utviklet ny teknologi, kjøpt opp selskaper og økt produksjonen. Samtidig har tilgangen på kapital vært begrenset og lån har dermed vært en viktig finansieringskilde for selskapene. En stor andel av oppdrettsselskapenes kapital er også bundet opp i biomasse som først er tilgjengelig for salg etter 2-3 år. Dette medfører at selskapene i oppdrettsbransjen er eksponert mot risiko knyttet til rentesvingninger. (Asche & Tveterås, 2011)

Etter finanskrisen i 2008 har verdensøkonomien vært preget av høy arbeidsledighet, lav prisvekst og lavt rentenivå. Finanskrisen slo ikke like hardt inn i Norge som i resten av verden. Dette skyldes flere strukturelle forhold som i kombinasjon er særegne for Norge. Under finanskrisen ble det foretatt investeringer i petroleumssektoren hvilket var med på å

dempe nedgangen i den norske økonomien. En ekspansiv pengepolitikk var også en viktig årsak til at Norge kom seg ut av nedgangskonjunkturen tidlig. (Gustavsson, 2012)

Finanskrisen har naturlig nok påvirket rentenivået i verden. Renten i EU og USA har etter 2008 fortsatt holdt seg på lave nivåer ned mot null. Norge har fulgt resten av verdens rentetrend og har nå en styringsrente på 0,5%. Utsiktene fra Norges bank er at renten vil fortsett å holde seg lav på dagens nivå eller mer ned mot null. (Norges Bank, 2016d)

Det lave rentenivået de siste årene har også gjort lån til en gunstig finansieringskilde. Flere selskaper i bransjen har inngått lånekontrakter med flytende rente. Gjeldsfinansiering gjør at selskapene blir utsatt for rentesvingninger i markedet. For å sikre seg mot disse svingningene har flere av selskapene inngått rentebytteavtaler. (Norway Royal Salmon ASA, 2015) Selv om gjeldsfinansiering er en gunstig finansieringskilde i dagens marked vil situasjonen være annerledes i perioder med lave laksepriser. Selskaper med høy egenkapitalandel er dermed mindre utsatt for kostnads- og rentesvingninger.

2.1.7.2 Valuta

Store deler av laksen som produseres i Norge blir som nevnt eksportert til verdensmarkedet. Dette medfører at norske oppdrettsselskaper er svært eksponert mot valutasvingninger i markedet. En sterk krone svekker konkurranseevnen til norske selskaper, mens en svak krone styrker konkurranseevnen. Oppdrettsselskapene kjøper også innsatsfaktorer som fôr fra utlandet. Dette betyr at en sterk krone fører til reduserte priser på innsatsfaktorene, mens en svak krone fører til økte priser.

EU er det største markedet for norsk eksportlaks og i 2015 gikk omtrent 77% av all eksport, målt i produktvekt, til landene i EU. (Norges sjømatråd, 2016a) Dette medfører at NOK/EURO er en viktig variabel for resultatet til oppdrettsselskapene. I tillegg er selskapene eksponert mot svingninger i NOK/USD, NOK/GDP og NOK/YEN. (Nofima, 2016b) Oppdrettsselskapene er også utsatt for risiko knyttet til verdiendring i lån gjort i fremmed valuta. For å sikre seg mot slike svingninger inngår flere selskaper terminkontrakter med fremmed valuta som underliggende aktivum. (Norway Royal Salmon ASA, 2015)

2.1.7.3 Handelspolitiske forhold

Ettersom store deler av den produserte laksen eksporteres er politiske forhold også viktig for oppdrettsbransjen. Konflikter mellom Norge og andre nasjoner har ført til konsekvenser for oppdrettsnæringen.

Russland var i 2012 det største markedet for Norge for fersk hel laks. (Utenriksdepartementet, 2013) Dette endret seg i 2014 da Russland innførte importstopp av mat og landbruksprodukter fra flere vestlige land, deriblant Norge. Importstoppen var en reaksjon på sanksjonene som landene hadde innført mot Russland grunnet urolighetene i Ukraina. (iLaks, 2014b) Denne importstoppen var en av hovedårsakene til at verdien av lakseeksporten til Øst-Europa ble redusert med 64 prosent fra 2014 til 2015. (iLaks, 2016)

Norges forhold til Kina har også medført konsekvenser for oppdrettsbransjen. Etter at Norge delte ut Nobels fredspris til Liu Xiaobo starte Kina boikott av norsk laks. Som en følge av boikotten ble eksporten til det kinesiske markedet halverte fra 2010 til 2011. Siden dette var et mindre marked enn det russiske ble ikke konsekvensene like store selv om markedstilgangen ble stengt for en periode. (Statistisk sentralbyrå, 2012) I 2015 varslet også Kina importstopp grunnet funn av infeksøs lakseanemi (ILA) viruset. I dette tilfellet kom myndighetene til enighet, men det viser at det norske oppdrettsmarkedet fortsatt er utsatt for boikotter og politiske konflikter med store importnasjoner. (Norges sjømatråd, 2015a)

2.2 Norway Royal Salmon ASA

I de påfølgende delkapitlene skal vi gi en kort introduksjon av virksomheten Norway Royal Salmon ASA. Introduksjonen vil gi innblikk i historisk utvikling, selskapsstruktur, verdikjede og selskapets egenskaper.

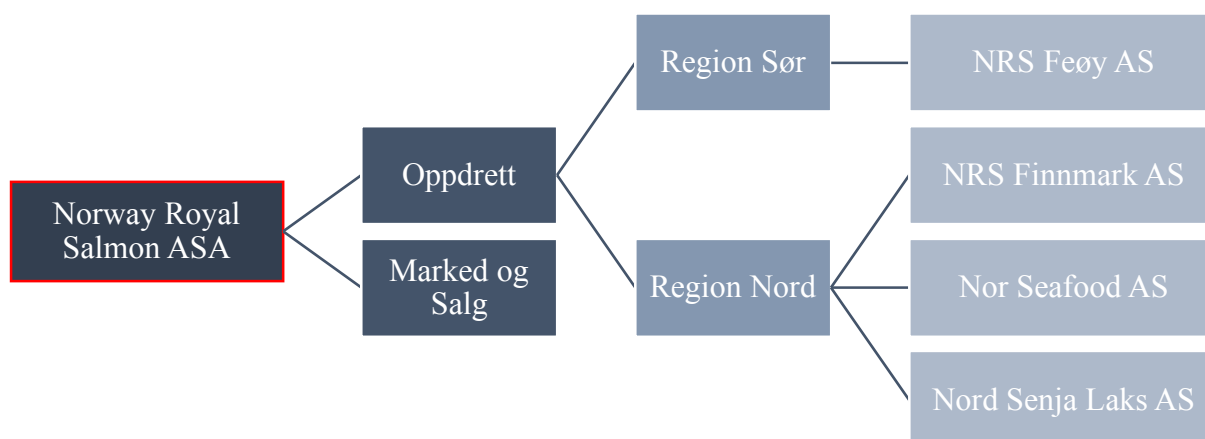
2.2.1 Historie

Norway Royal Salmon ASA ble i 1992 grunnlagt av 34 lakseoppdrettere med formål om å drive med salg og markedsføring av oppdrettslaks. NRS har siden etableringen utviklet seg fra å være et salgs- og markedsføringsselskap for oppdrettslaks til å bli et integrert sjømatsselskap. Siden etableringen har NRS hatt en stadig vekst og i mars 2011 ble konsernet

notert på Oslo Børs. I dag betegnes NRS som et mellomstort oppdrettsselskap i det norske oppdrettsmarkedet, men i løpet av de fem neste år har virksomheten som mål å vokse til et stort lakseselskap. (Norway Royal Salmon ASA, 2015)

2.2.2 Forretningsområder

For å tydeliggjøre de viktigste forretningsområdene i NRS er konsernet delt i to hoveddeler. Oppdrettsvirksomheten er samlet under ett ansvarsområde og marked og salg er samlet under et annet. Konsernet har i tillegg til salgsapparatet fire datterselskap: NRS Finnmark AS, NRS Feøy AS, Nor Seafood AS og Nord Senja Laks AS. (Norway Royal Salmon ASA, 2015)



Figur 2-5 Selskapsstrukturen i Norway Royal Salmon ASA

2.2.2.1 Oppdrettsvirksomheten

NRS har tilsammen 35 konsesjoner for matfiskproduksjon hvorav 10 er grønne konsesjoner. Oppdrettsvirksomheten til NRS er organisert i to geografiske segmenter, Region Nord og Region Sør. Region Nord består av 29 konsesjoner lokalisert på Senja i Troms og i Vest-Finnmark og Region Sør består av 6 konsesjoner lokalisert i Hordaland og Rogaland. I tillegg er NRS minoritetsaksjonær i 7 tilknyttede selskaper hvorav to selskaper er slakterier, to settefiskprodusenter og tre oppdrettsselskaper med til sammen 10 konsesjoner. Som følge av eierskap i de tilknyttede selskapene er NRS involvert i de fleste ledd i verdikjeden. (Norway Royal Salmon ASA, 2015)

2.2.2.2 Salgs- og markedsvirksomheten

Salgsvirksomheten til NRS omfatter både kjøp og salg av oppdrettsfisk. Hovedproduktene til salgs- og markedsføringsavdeling er fersk og frossen laks, men selskapet opererer også med andre produkter som for eksempel ørret. I 2015 ble fersk og frossen laks solgt til kunder i 51 land. Totalt ble 91% av alt salg eksportert hvorav 70 % ble solgt til Vest-Europa, 12% til Asia, 8 % til Øst-Europa og 1% til USA. Totalt solgte NRS 69 971 tonn fisk i 2015 hvorav 40% kom fra konsernets egne oppdrettsvirksomhet. (Norway Royal Salmon ASA, 2015)



Figur 2-6 Verdikjeden til NRS (Norway Royal Salmon ASA, 2015)

2.2.3 Utviklingskonsesjoner og grønne konsesjoner

Utviklingskonsesjoner og grønne konsesjoner er som nevnt de eneste konsesjonstypene det er mulig å søke om i dag da disse representerer en bærekraftig utvikling. Følgelig skal vi presentere situasjonen til NRS tilknyttet disse konsesjonene.

2.2.3.1 Utviklingskonsesjoner

I mars 2016 søkte Norway Royal Salmon ASA og Aker ASA (Aker) om utviklingstillatelser for oppdrett av laks. NRS og Aker ønsker å kombinere kunnskapen fra oppdrettsnæringen med kunnskapen fra offshorebransjen og utvikle fremtidens oppdrettsanlegg. Sammen har selskapene utviklet offshore oppdrettsanlegg som fokuserer på bærekraftig vekst i områder som dagens havbruksteknologi ikke har hatt mulighet til å utnytte. Anlegget er et nedsenkbart offshore oppdrettsanlegg som skal tåle værharde områder. NRS og Aker har søkt Fiskeridirektoratet om 15 utviklingstillatelser for å kunne realisere konseptet samt prøve ut anlegget. (Norway Royal Salmon ASA, 2016d)

2.2.3.2 Grønne konsesjoner

I 2014 ble Norway Royal Salmon tildelt 9 grønne konsesjoner med betingelse om produksjon av steril laks. For å oppfylle betingelsen har NRS valgt å produsere triploid laks. En triploid fisk har et kromosomsett mer enn en normal fisk, diploid fisk, noe som fører til at en triploid fisk er steril. I dag er triploidisering den eneste metoden for å sterilisere oppdrettsfisk.

(Norway Royal Salmon ASA, 2016b) I samarbeid med MarinHelse AS og

Havforskningsinstituttet har NRS kommersiell uttesting av triploid laks. NRS har i tillegg et internt prosjekt i samarbeid med LetSea AS som omhandler driftsoptimalisering av triploid laks for å redusere miljøpåvirkninger ved eventuell rømming. (Norway Royal Salmon ASA, 2015) Et avkom til en triploid fisk vil ikke kunne overleve hvilket gjør at produksjonen av steril laks er et tiltak for å redusere rømming av oppdrettslaks. (Fiskeridepartementet, 2016)

2.2.4 Internasjonal ekspansjon

I august 2016 annonserte NRS at selskapet har kjøpt 50% av aksjene i det islandske oppdrettsselskapet Artic Fish. Ett samarbeid med en av Islands ledene aktører innenfor lakseoppdrett gir NRS en mulighet til å eksponere seg mot den voksende oppdrettsnæringen i landet. Eksponering mot utenlandske oppdrettsmarkeder er også et tiltak for å nå femårsmålsetningen om å vokse til ett av de ledende oppdrettsselskapene for laks. (Oslo Børs ASA, 2016a)

2.2.5 Finansielle nøkkeltall

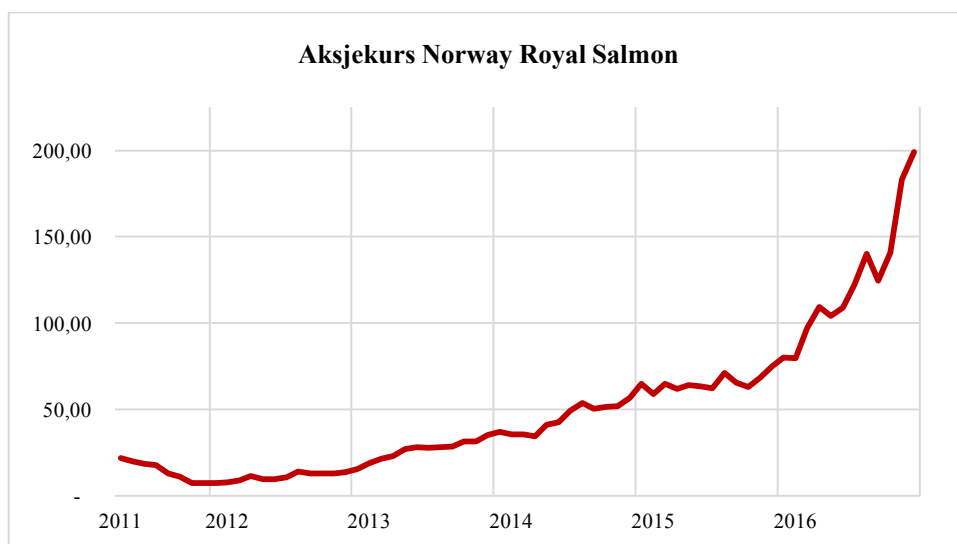
Tabell 2-1 viser den finansielle utviklingen til NRS i tidsperioden 2013-2015. Selskapet har de seneste årene hatt en positiv utvikling i omsetning. Økningen i driftsresultatet skyldes økt slaktevolum samt høye laksepriser de seneste årene. (Norway Royal Salmon ASA, 2015)

Norway Royal Salmon ASA (tall i NOK 1000)	2015	2014	2013
Driftsinntekter	3 210 548	2 599 799	2 603 712
Driftsresultat før verdijustering av biologiske eiendeler	251 873	189 168	292 576
Driftsresultat etter verdijustering av biologiske eiendeler	249 065	242 656	379 561
Resultat før skatt	270 081	320 706	396 292
Årsresultat	237 582	268 283	315 805
Driftsmargin før verdijustering av biologiske eiendeler	7,8%	7,3%	11,2%
Resultatmargin (før skatt)	8,4%	12,3%	15,2%
Egenkapitalandel	41,3%	39,0%	42,4%

Tabell 2-1 Nøkkeltall, Norway Royal Salmon ASA (Norway Royal Salmon ASA, 2015)

2.2.6 Aksjonærforhold og aksjen

NRS har 43 572 191 aksjer fordelt på 1 713 aksjonærer etter andre kvartal i 2016. Den største aksjonæren er Gåsø Næringsutvikling AS med en eierandel på 15,22 prosent, etterfulgt av Gladstad Invest AS og Måsøval Eiendom AS med eierandel på henholdsvis 13,24 og 11,73 prosent. De 20 største aksjonærene eier tilsammen 83,71 prosent av aksjene. Konsernet har selv en eierandel på 0,23 prosent. (Norway Royal Salmon ASA, 2016c) Figur 2-7 viser den historiske utviklingen i aksjekursen til NRS siden børsnoteringen i 2011. Som figuren viser har aksjen til NRS steget jevnt frem til årsskifte 2015/2016, deretter har veksten til aksjen økt. Per 07.11.16 var aksjekursen til NRS kr 179,50. (Yahoo Finance, 2016)



Figur 2-7 Kursutviklingen til NRS siden børsnoteringen, 29.03.11-07.11.16 (Yahoo Finance, 2016)

2.3 Konkurrenter

I de påfølgende delkapitlene ønsker vi å presentere de største konkurrentene til NRS i oppdrettsbransjen. Deretter skal vi se på hvilke egenskaper som skiller NRS fra konkurrentene.

2.3.1 Marine Harvest ASA

Marine Harvest ASA (Marine Harvest) ble etablert i 1965 og er i dag Norges største oppdrettselskap, samt et av verdens ledende sjømatelskap. Selskapet driver virksomhet i 24 land og er verdens største produsent av atlantisk laks. (Marine Harvest ASA, 2016a) I Norge

besitter selskapet 225 konsesjoner og utøver virksomhet i de geografiske områdene Sør-, Vest-, Midt- og Nord-Norge. (Marine Harvest ASA, 2015) Marine Harvest er integrert i hele verdikjeden og selskapet driver egen fôrproduksjon i Norge. (Marine Harvest ASA, 2016a) I 2016 søkte Marine Harvest om til sammen 34 utviklingskonsesjoner fordelt på fire ulike prosjekter. (Fiskeridirektoratet, 2016b)

Tabell 2-2 viser den finansielle utviklingen til Marine Harvest i tidsperioden 2013-2015. Selskapet har hatt en positiv utvikling i omsetning og resultat. Økte produksjonskostnader er en av årsakene til at driftsmarginen ikke har den samme positive utviklingen.

Marine Harvest ASA (tall i NOK 1000)	2015	2014	2013
Driftsinntekter	27 880 700	25 531 300	19 199 400
Driftsresultat før verdijustering av biologiske eiendeler	3 002 500	4 144 200	2 867 200
Driftsresultat etter verdijustering av biologiske eiendeler	3 092 800	3 633 400	4 661 800
Resultat før skatt	2 240 200	1 486 700	3 457 400
Årsresultat	1 417 600	939 500	2 522 500
Driftsmargin før verdijustering av biologiske eiendeler	10,8%	16,2%	14,9%
Resultatmargin (før skatt)	8,0%	5,8%	18,0%
Egenkapitalandel	45,2%	39,8%	48,5%

Tabell 2-2 Nøkkeltall, Marine Harvest ASA (Marine Harvest ASA, 2015)

2.3.2 SalMar ASA

SalMar ASA (SalMar) ble etablert i 1991 og er i dag en av verdens største produsenter av oppdrettslaks. I Norge besitter SalMar 100 konsesjoner fordelt i områdene Midt- og Nord-Norge. Gjennom eierskap i Scottish Sea Farms Ltd, Storbritannias nest største produsent av laks, driver selskapet også oppdrettsvirksomhet i utlandet. (SalMar ASA, 2016a) SalMar er i dag involvert i hele verdikjeden. (SalMar ASA, 2016b) I 2016 ble SalMar tildelt de åtte første utviklingskonsesjonene. Disse konsesjonene gir SalMar mulighet til å utvikle og realisere en havmerd basert på offshoreteknologi. (SalMar ASA, 2015)

Tabell 2-3 viser den finansielle utviklingen til SalMar i tidsperioden 2013-2015. Selskapet har hatt en positiv utvikling i omsetningen de siste årene. Økt slaktevolum samt høyere laksepriser har ført til økte inntekter. SalMar stiller dermed i en sterk finansiell posisjon med gode drifts- og resultatmarginer de siste årene.

SalMar ASA (tall i NOK 1000)	2015	2014	2013
Driftsinntekter	7 326 202	7 185 887	6 245 860
Driftsresultat før verdjustering av biologiske eiendeler	1 296 542	1 685 662	1 419 992
Driftsresultat etter verdjustering av biologiske eiendeler	1 443 805	1 646 699	1 949 425
Resultat før skatt	1 383 686	1 628 842	2 322 071
Årsresultat	1 128 795	1 215 477	1 903 376
Driftsmargin før verdjustering av biologiske eiendeler	17,7%	23,5%	22,7%
Resultatmargin (før skatt)	18,9%	22,7%	37,2%
Egenkapitalandel	48,0%	51,0%	51,0%

Tabell 2-3 Nøkkeltall, SalMar ASA (SalMar ASA, 2015)

2.3.3 Lerøy Seafood Group ASA

Lerøy Seafood Group ASA (Lerøy Seafood) kan spore sine aktiviteter helt tilbake til slutten av 1800-tallet og er i dag en av Norges ledende sjømatseksportører. Kjernevirksomheten til Lerøy Seafood er blant annet distribusjon, salg og markedsføring av sjømat samt produksjon av atlantisk laks og ørret. (Lerøy Seafood Group ASA, 2016a) Lerøy Seafood har til sammen 146 konsesjoner fordelt på tre regioner: Troms og Finnmark, Midt-Norge og Vestlandet. (Lerøy Seafood Group ASA, 2015) Selskapet er videre aktiv i alle ledd i verdikjeden. (Lerøy Seafood Group ASA, 2016b) I 2016 søkte Lerøy Seafood fiskeridepartementet om 9 utviklingskonsesjoner for å utvikle og teste lukkede flytende lengdestrømsanlegg. (Fiskeridirektoratet, 2016b)

Tabell 2-4 viser den finansielle utviklingen til Lerøy Seafood i tidsperioden 2013-2015. Selskapet har hatt en positiv utvikling i omsetning og resultat hvilket skyldes blant annet økt slaktevolum og laksepris. Økte produksjonskostnader er en av grunnene til at driftsmarginen ikke har hatt den samme positive utviklingen.

Lerøy Seafood Group ASA (tall i NOK 1000)	2015	2014	2013
Driftsinntekter	13 450 725	12 579 465	10 764 714
Driftsresultat før verdjustering av biologiske eiendeler	1 381 936	1 787 218	1 626 716
Driftsresultat etter verdjustering av biologiske eiendeler	1 568 461	1 461 262	2 390 028
Resultat før skatt	1 320 815	1 816 813	1 630 011
Årsresultat	1 232 883	1 104 473	1 886 395
Driftsmargin før verdjustering av biologiske eiendeler	10,3%	14,2%	15,1%
Resultatmargin (før skatt)	9,8%	14,4%	15,1%
Egenkapitalandel	54,8%	54,4%	54,3%

Tabell 2-4 Nøkkeltall, Lerøy Seafood Group ASA (Lerøy Seafood Group ASA, 2015)

2.3.4 Grieg Seafood ASA

Grieg Seafood ASA (Grieg Seafood) ble grunnlagt i 1992 og er et integrert norsk sjømatelskap. Selskapet har virksomhet innenfor lakseoppdrett og videreforedling. Grieg Seafood har også virksomhet i utlandet gjennom oppdrettsanlegg i Canada og på Shetland. I Norge besitter selskapet totalt 47 konsesjoner fordelt på lokasjoner i Rogaland og Finnmark. (Grieg Seafood ASA, 2015) Virksomheten er involvert i alle ledd i verdikjeden gjennom egen produksjon og eierskap i tilknyttede selskaper. (Grieg Seafood ASA, 2016) Per august 2016 har selskapet ikke søkt fiskeridepartementet om utviklingskonsesjoner. (Fiskeridirektoratet, 2016b)

Tabell 2-5 viser den finansielle utviklingen til Grieg Seafood i tidsperioden 2013-2015. Selskapet har hatt en positiv utvikling i driftsinntektene de siste årene. Det negative resultatet i 2015 skyldes dårlig lakseproduksjon, spesielt på Shetland. (Grieg Seafood ASA, 2015)

Grieg Seafood ASA (tall i NOK 1000)	2015	2014	2013
Driftsinntekter	4 608 667	4 099 543	2 404 215
Driftsresultat før verdjustering av biologiske eiendeler	47 742	345 080	346 805
Driftsresultat etter verdjustering av biologiske eiendeler	80 951	219 366	615 743
Resultat før skatt	-9 208	171 956	544 930
Årsresultat	4 366	144 395	430 985
Driftsmargin før verdjustering av biologiske eiendeler	1,0%	8,4%	14,4%
Resultatmargin (før skatt)	-0,2%	4,2%	22,7%
Egenkapitalandel	38,0%	42,0%	43,0%

Tabell 2-5 Nøkkeltall, Grieg Seafood ASA (Grieg Seafood ASA, 2015)

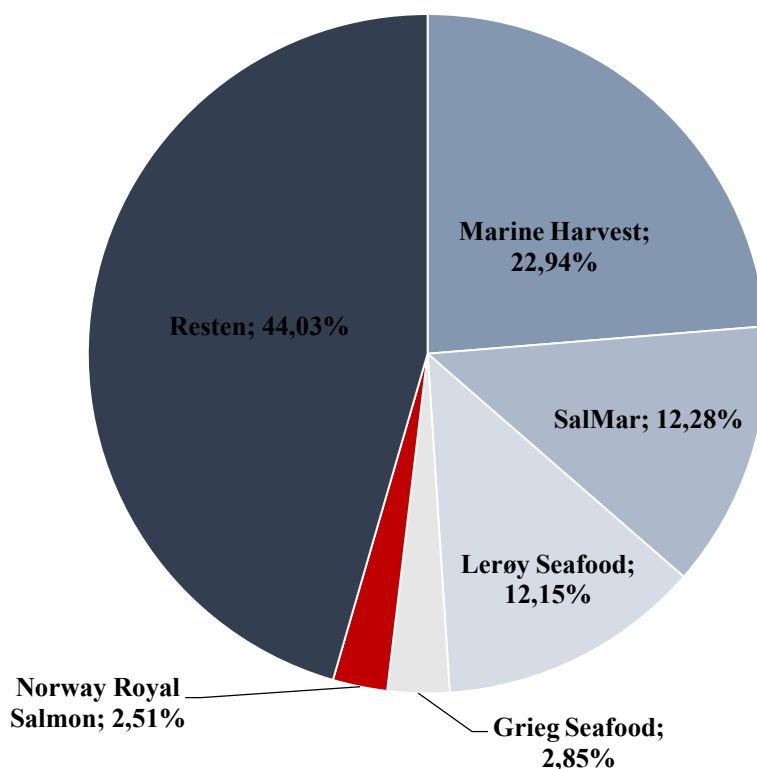
2.3.5 Hvordan skiller Norway Royal Salmon seg fra sine konkurrenter?

I de påfølgende delkapitlene skal vi se på noen forhold som skiller Grieg Seafood, Lerøy Seafood, Marine Harvest, NRS og SalMar fra hverandre.

2.3.5.1 Størrelse

I 2015 var det ti selskaper som sto for omtrent 70% av all produksjon av oppdrettslaks i Norge. Basert på produsert og slaktet laks regnes Norway Royal Salmon som det niende største selskapet i Norge. De fire konkurrentene som vi skal sammenligne NRS med er alle større selskaper. Marine Harvest regnes som Norges største oppdrettsselskap etterfulgt av SalMar og Lerøy Seafood, mens Grieg Seafood regnes som det åttende største selskapet.

(Marine Harvest ASA, 2016b) Figur 2-8 viser markedsandelen av egenprodusert oppdrettslaks som selskapene hadde i Norge i 2015. Som vi ser av figuren sto virksomhetene for over 55% av all produksjon av oppdrettslaks i Norge. Videre viser figuren at NRS er et lite selskap sammenlignet med sine konkurrenter sett bort i fra Grieg Seafood som innehar en nesten like stor markedsandel.



Figur 2-8 Markedssituasjonen til oppdrettsnæringen i Norge basert på antall tonn sløyd fisk i 2015 (Marine Harvest ASA, 2016b)

2.3.5.2 Lokalisering

Norway Royal Salmon driver virksomhet i utlandet etter oppkjøpet av aksjene i Artic Fish. Dette betyr at alle de fem selskapene har oppdrettsvirksomhet både i Norge og i utlandet. SalMar, NRS og Lerøy Seafood driver primært oppdrettsvirksomhet i Norge, men har virksomhet i utlandet gjennom tilknyttede selskaper. Marine Harvest og Grieg Seafood har egne oppdrettsanlegg i utlandet noe som gjør at disse to selskapene skiller seg ut når det kommer til lokalisering. Marine Harvest stiller sterkest da de har flest oppdrettsanlegg i

utlandet. Gjennom oppkjøpet i august 2016 styrket NRS sin posisjon knyttet til lokalisering ettersom de før dette oppkjøpet kun drev oppdrettsvirksomhet i Norge.

2.3.5.3 Integrasjon

Integrasjon i hele verdikjeden er viktig for oppdrettsselskapene og som nevnt er virksomhetene involvert i verdikjeden i ulik grad. Marine Harvest er det eneste selskapet som er involvert i alle ledd samt produserer egen fôr og er dermed i den sterkeste posisjonen når det kommer til integrasjon. NRS er involvert i smoltproduksjonen og slaktingen i mindre grad enn sine konkurrenter da selskapet kun er involvert i prosessene gjennom aksjonærforhold. Norway Royal Salmon stiller derimot i en sterk posisjon når det kommer til salgs- og markedsbearbeiding. Selskapet er som tidligere nevnt organisert i to hovedområder, oppdrett og salg og marked. Følgelig har NRS større fokus på salgsavdelingen enn sine konkurrenter.

2.3.5.4 Grønne konsesjoner og utviklingskonsesjoner

Norway Royal Salmon fikk tildelt flest grønne konsesjoner under utdelingsrunden i 2014. Selskapet er også det eneste som har fått tillatelse til å sette ut triploid laks. SalMar og Grieg Seafood har også fått tildelt grønne konsesjoner, mens Lerøy Seafood og Marine Harvest venter på svar på sine søknader. (Fiskeridirektoratet, 2016a) Den sterke posisjon knyttet til de grønne konsesjonene gjør at NRS skiller seg fra sine konkurrenter. Ved bruk av triploid laks har NRS mulighet til å utvikle og forbedre seg innenfor områder som er og vil være viktig for oppdrettsbransjen i fremtiden.

Utviklingskonsesjoner er også viktig for fremtiden til oppdrettsbransjen. SalMar stiller sterkest i dag innenfor dette området da de er det eneste selskapet i Norge som har fått tildelt utviklingskonsesjoner. For å kunne øke produksjonen må oppdrettsselskapene få tildelt flere konsesjoner og dermed er tildeling av utviklingskonsesjoner svært viktig for selskapene. Som tidligere nevnt har alle de komparative selskapene bortsett fra Grieg Seafood søkt om å få tildelt utviklingskonsesjoner. Det er vanskelig å si hvordan NRS sin situasjon er i forhold til Lerøy Seafood og Marine Harvest da ingen av selskapene har fått svar på sine søknader. NRS har søkt om femten utviklingskonsesjoner, Lerøy Seafood om ni og Marine Harvest har søkt om 34.

2.3.5.5 Finansiell stilling

Den finansielle stillingen til de fem selskapene er relativ lik med noen ytterkanter. Marine Harvest, Lerøy Seafood og Norway Royal Salmon hadde alle en resultatmargin på omtrent 8% i 2015 og en driftsmargin på 8-10%. SalMar er selskapet som har den sterkeste finansielle stillingen med en resultatmargin 19% i 2015 og en driftsmargin på 18%. Grieg Seafood stiller svakest med en negativ resultatmargin på -0,2% i 2015 og en driftsmargin på 1%. Ut ifra presentert nøkkeltall skiller Norway Royal Salmon seg ikke merkbart fra sine konkurrenter når det kommer til selskapets finansielle stillingen. Dette er dog en overflateanalyse og vi vil kunne få andre resultater når vi senere i oppgavene skal analysere regnskapene til NRS og de komparative selskapene nærmere.

2.4 Oppsummering

Oppdrettsbransjen er en bransje som har hatt en stor vekst de siste årene som følge av en økning i lakseprisen. Videre er det en bransje som står overfor store utfordringer knyttet til lus og rømming. I samhold med Fiskeridepartementet jobber også oppdrettsselskapene for å skape en mer bærekraftig utvikling i bransjen.

Av oppdrettsselskapene er Marine Harvest helt klart markedsledende. SalMar og Lerøy Seafood anses også som ledende selskaper, mens Grieg Seafood og NRS anses som mellomstore aktører. Alle selskapene har hatt en positiv utvikling i takt med økningen i lakseprisen hvilket understreker lakseprisens betydning for bransjen. Videre har vi også sett at selskapene har vært preget av økte kostnader knyttet til miljø- og arealutfordringer. For å kunne øke veksten i selskapet samt bekjempe problemene har alle de nevnte virksomhetene søkt om grønne- eller utviklingskonsesjoner.

I dette kapitlet har fakta om bransjen, NRS og virksomhetens største konkurrenter blitt presentert. Informasjonen utgjør bakgrunnsinformasjonen vi mener er viktig for å kunne forstå analysen og utredningen som vi skal gjennomføre i de påfølgende kapitlene.

3. Verdsettelsesteknikker

I de påfølgende kapitlene skal vi presenterer ulike teknikker som kan benyttes til å verdsette en virksomhet. Vi skal også gi vår begrunnelse for valg av teknikk samt presenterer rammeverket til valgt metode.

3.1 Presentasjon av verdsettelsesteknikker

Det finnes tre hovedteknikker for verdsettelse av en virksomhet: fundamental verdivurdering, komparativ verdivurdering og opsjonsbasert verdivurdering. (Knivsflå, 2016a). En viktig forutsetning for å forstå opsjonsbasert- og komparativ verdivurdering er å forstå diskonteringen av kontantstrømmer i den fundamentale verdivurderingen. (Damodaran, 2012) Dette viser at teknikkene vanligvis er supplementer og ikke ulike alternativ for å komme frem til et verdiesimat. Hvilken teknikk som er mest hensiktsmessig å benytte avhenger av virksomheten. Faktorer som bransje, faser i livssyklusen og fortsatt drift eller avvikling vil påvirket valget. (Knivsflå, 2016a)

3.1.1 Fundamental verdivurdering

Verdsettelsesteknikken som er mest utbredt i akademisk finans er fundamental verdivurdering. Denne teknikken baserer seg på underliggende, fundamentale forhold i selskapet. Analysen starter med en strategisk analyse av interne og eksterne forhold. Deretter foretas det en regnskapsanalyse for så å utarbeide fremtidsregnskap og fremtidskrav. Fremtidige kontantstrømmer diskonteres videre med tilhørende avkastningskrav for å finne verdien til virksomheten. (Knivsflå, 2016a) En underliggende antakelse ved den fundamentale metoden er at verdien av selskapet er relatert til vekstutsikt, risikoprofil og kontantstrøm. (Damodaran, 2012)

Det finnes to metoder for fundamental verdivurdering av en virksomhet, egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Egenkapitalmetoden er en direkte metode, det vil si at kontantstrømmen til egenkapitalen verdsettes direkte. Selskapskapitalmetoden er en indirekte metode da denne metoden verdsettes egenkapitalen ved å fokusere på sysselsatt kapital og netto driftskapital. Metodene er ulike, men med konsistent bruk av antakelser vil de gi

sammenfallende verdierestimat av virksomheten. Dersom metoden ikke gir samme verdierestimat er ofte den største feilen at diskonteringsfaktoren ikke benyttes konsistent på kontantstrømmen. (Damodaran, 2012)

Egenkapitalmetoden

Ved bruk av egenkapitalmetoden (EK-metoden) finner vi verdien av egenkapitalen direkte ved å diskontere kontantstrømmen til egenkapitalen med avkastningskravet eller kostnaden til egenkapitalen. (Damodaran, 2012) Egenkapitalmetoden kan igjen deles inn i fire ulike modeller: utbytte-, fri kontantstrøm-, superprofitt- og superprofittvekstmodellen. Dersom kravene som brukes ved diskonteringen er verdivektet skal de fire modellene ved konsistent bruk alltid gi samme verdierestimat. (Knivsflå, 2016n)

$$VEK = \text{Nåverdi av fri kontantstrøm til EK}$$

$$VEK = \text{verdien til egenkapitalen}$$

Selskapskapitalmetoden

Ved bruk av selskapskapitalmetoden (SK-metoden) finner vi verdien av egenkapitalen indirekte ved først å finne verdien av selskapet og deretter trekke fra verdien av rentebærende gjeld. Når selskapet skal verdsettes kan en bruke tre mål: total kapital, sysselsatt kapital og netto driftskapital. De mest brukte målene i dag er sysselsatte kapital og netto driftskapital da bruk av total kapital blir sett på som "gammeldags". (Knivsflå, 2016o)

$$VEK = \text{Verdi selskapskapital} - \text{verdi (netto) gjeld}$$

$$= \text{Nåverdi av fri kontantstrøm til selskapet} - \text{gjeld}$$

Fundamental verdivurderingsteknikk er teknikken som de fleste andre verdsettelsesteknikker bygger på hvilket gjør den svært essensiell. Å gjennomføre en fundamental verdsettelse er arbeidskrevende samt at resultatene fra metoden er svært sensitive overfor viktig input som inntektsvekst, marginer og avkastningskrav. Likevel er det en nyttig og relevant metode da markedet fokuserer på kontantstrøm og ikke regnskapsmessige størrelser. (Kaldestad & Møller, 2016) Teknikken baserer seg på forventede fremtidige kontantstrømmer og diskonteringsrente. Dette medfører at metoden er mest egnet for virksomheter eller eiendeler som har en foreløpig positiv kontantstrøm samt en kontantstrøm som kan pålitelig estimeres

for fremtidige perioder. Dette innebærer at fundamental verdivurdering egner seg best for virksomheter som er et stykke inn i livssyklusen. (Damodaran, 2012)

3.1.2 Komparativ verdivurdering

Komparativ verdivurdering eller relativ verdivurdering er en teknikk som fokuserer på relativ prising av sammenlignbare selskaper. Verdien av en virksomhet estimeres ved å ta utgangspunkt i hva lignende virksomheter omsettes for i markedet. Deretter må det justeres for forskjeller mellom virksomhetene for å få et så korrekt verdiestimat som mulig. Dette er en enkel verdsettelsesteknikk forutsatt at det eksisterer sammenlignbare virksomheter i markedet. (Kaldestad & Møller, 2016) Den komparative verdivurderingsteknikken er i motsetning til fundamental verdivurdering avhengig av at markedet stemmer. Den underliggende antakelsen er dermed at markedet priser aksjer riktig i gjennomsnitt, men ikke på individuell basis. Videre antas det at feilprisingen på individuell basis vil oppdages gjennom sammenligning av multipler og korrigeres over tid. (Damodaran, 2012) Den komparative verdivurderingsteknikken kan deles inn i to modeller, multiplikatormodellen og substansverdimodellen. (Knivsflå, 2016q)

Multiplikatormodell sammenligner egen- eller selskapskapitalen til en virksomhet relativt med en tilsvarende virksomhet i samme bransje. Ved bruk av en multiplikatormodell estimeres først relevante multipler for en virksomhet. Multiplene i seg selv gir ingen mening, det er først når disse sammenlignes med multipler fra tilsvarende selskaper at en kan hente ut informasjon om verdien av en virksomheten. (Kaldestad & Møller, 2016)

Multiplikatormodellen kan videre deles inn i en egenkapitalmodell og en selskapsmodell. Ved bruk av egenkapitalmodellen beregnes egenkapitalverdien direkte, mens ved bruk av selskapskapitalmetoden beregnes verdien indirekte. (Knivsflå, 2016q)

Substansverdimodellen sammenligner eiendelene til en virksomhet med salgsverdi eller estimert salgsverdi på tilsvarende eiendeler. Ved å gjennomføre dette estimeres substansverdien til eiendelene. For å finne substansverdien til egenkapitalen trekkes gjeld fra substansverdien til eiendelene. Ved bruk av substansverdimodellen er det også viktig å justere for forskjeller mellom virksomhetene. Ett av kriteriene for bruk av substansverdimodellen er at eiendeler og gjeld kan identifiseres samt at de har en markedsverdi som kan observeres

eller lett estimeres. Dette medfører at det er det vanskelig å bruke modellen på immaterielle eiendeler. (Knivsflå, 2016q)

Ved bruk av komparativ verdsettelse kan den som utfører verdsettelsen påvirke utfallet i stor grad ettersom metoden avhenger av valg av sammenlignbare selskaper og multiplikatorer. Dette medfører at verdsetteren har stor frihet til å påvirke verdiestimatet gjennom å fokusere på multiplikatoren eller salgsverdien som ”passer best”. Trender i markedet vil også ha innvirkning på den komparative verddivurderingen. Dersom markedet er optimistisk kan verdiestimatet bli høyere ved bruk av den komparative metoden enn ved bruk av den fundamentale. På samme måte kan estimatet bli lavere dersom markedet er pessimistisk. Dette medfører at eventuelle bobler i markedet vil påvirke den komparative verddivurderingen. (Knivsflå, 2016q)

I praksis er komparativ verddivurdering den mest brukte verddivurderingsteknikken. En av grunne til dette er at det er enklere samt mindre kostbart å gjennomføre en verddivurdering ved hjelp av en multiplikatormodell enn ved bruk av fundamental verddivurdering. Ved bruk av multipler er kravet til regnskapsinformasjonen mindre enn ved fundamentale verddivurdering. Dette medfører at multippelmodellen passer for nyetablerte selskap eller selskap som er tidlig i vekstfasen. (Knivsflå, 2016q) Det skal dog også nevnes at en essensiell komponent i multippelmetoden er komparative selskaper. Gode komparative selskaper kan være vanskelig å finne til bedrifter i en oppstartsfase. Den komparative metoden er videre en god målestokk for den fundamentale da en får innsikt i både ”virkelig verdi” og hva selskapet kan selges for i dag. (Kaldestad & Møller, 2016)

3.1.3 Opsjonsbasert verddivurdering

Den fundamental verddivurdering kan i noen tilfeller underestimere egenkapitalverdien da teknikken ikke inkluderer verdien av fleksibilitet. En fleksibilitet kan for eksempel være at en virksomhet besitter en rettighet til en investering i et prosjekt, men ikke plikten. Denne fleksibiliteten innehar en verdi da selskapet kan velge å gjennomføre investeringen når det gir en gevinst for selskapet samtidig som at de ikke er pliktet til å gjennomføre den dersom dette kan medføre et tap. Den opsjonsbaserte verddivurderingen er en utvidet fundamental verddivurdering som innregner denne fleksibiliteten. (Knivsflå, 2016r)

$$VEK = VEK^* + \text{nåverdi av særlig fleksibilitet}$$

VEK^* = er den statiske verdien av egenkapitalen

Ved bruk av fundamental verdivurdering estimeres den statiske verdien til selskapet som er verdien av egenkapitalen fratrukket opsjoner. (Knivsflå, 2016r) Nåverdien av særlig fleksibilitet er som regel en eller flere realopsjoner i driften. Det eksisterer to ulike typer opsjoner, finansielle opsjoner og realopsjoner. (Kaldestad & Møller, 2016) Finansielle opsjoner gir en rettighet til å kjøpe eller selge en eiendel på et gitt tidspunkt til en gitt pris, mens en realopsjon gir en rettighet, men ikke en plikt til å gjennomføre en investering. Den opsjonsbaserte verdivurderingen innberegner dermed verdier knyttet til realopsjoner.

Usikkerhetsintervallet knyttet til den opsjonsbaserte verdivurderingen blir ofte stort da mange av variablene som inngår i utregningen er vanskelige å estimere. (Kaldestad & Møller, 2016) Det kan være spesielt vanskelig å estimere verdien av de underliggende eiendelene, verdien av utøvelseskursen, volatilitet knyttet til priser og levetiden på opsjonen. Fundamental verdivurdering tar også i en viss grad hensyn til realopsjoner gjennom vekstfaktoren hvilket medfører at det eksisterer en fare for dobbeltregning knyttet til opsjonsbasert verdivurdering. (Knivsflå, 2016r)

En opsjonsbasert verdivurdering vil ikke være hensiktsmessig å benytte i bransjer som er stabile og modne. Derimot vil denne teknikken være relevant for virksomheter der det eksisterer patenter, rettigheter og landområder som kan utvikles. Videre vil teknikken også være relevant for virksomheter som driver innenfor farmasi, bioteknologi eller software. I disse markedene blir ofte utfallet av en satsing enten en fiasko eller en stor suksess. Dermed er muligheten for å generere en superprofitt i disse markedene høy sammenlignet med de stabile bransjene hvor fokuset knyttet til markeds konkurranse heller ligger på kostnadsuttøring og driftsoptimalisering. (Kaldestad & Møller, 2016)

3.2 Valg av verdivurderingsteknikk

Ved valg av verdivurderingsteknikk vil forhold som bransje, fase i livssyklusen samt om virksomheten fremdeles er i drift eller under avvikling spille inn. (Knivsflå, 2016a) Videre vil faktorer som tilgang på regnskapsinformasjon, tid og krav til pålitelighet av verdsettelsen være relevant. Hver av verdsettelsesteknikkene som vi har presentert har både styrker og

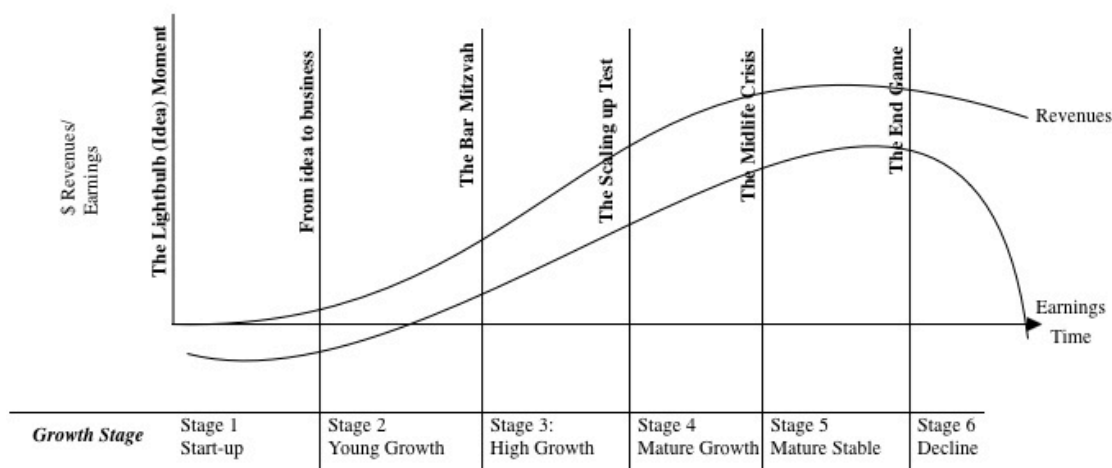
svakheter. Dette er også noe som må tas med i vurderingen når vi skal velge teknikk. (Kaldestad & Møller, 2016)

Som tidligere nevnt er en viktig forutsetning for forståelsen av den opsjonsbasert og komparativ verddivurdering å ha innsikt i de diskonterte kontantstrømmer ved fundamental verddivurdering. Dette ser vi spesielt i den opsjonsbaserte verddivurderingsteknikken da det statiske leddet i metoden er bygget på diskonterte kontantstrømmer. Ved bruk av den komparative verddivurderingsteknikken estimeres diskonterte kontantstrømmer indirekte. (Damodaran, 2012) Fundamental verddivurdering er dermed grunnleggende uansett hvilken metode som velges. (Kaldestad & Møller, 2016)

Den fundamentale verddivurderingsteknikken er mer omfattende enn de to andre teknikkene. Dette innebærer at vurderingen som gjennomføres er mer dyptgående samtidig som det betyr at kravet til regnskapsinformasjonen er større. Ved bruk av multiplikatormetoden benyttes det lite regnskapsinformasjon da denne teknikken kun benytter to tall i regnskapet for å regne ut multiplikatorfaktoren. Dette gjør at teknikken er svært enkel å gjennomføre og dermed mye brukt i praksis. Selv om den fundamentale metoden er grundig er det også sensitiv overfor viktig input hvilket medfører at det er en usikkerhet knyttet til resultatet fra denne teknikken. (Penman, 2010) At resultatene er sensitive overfor input er ikke et argument for svakheter i metoden, men heller et argument for at verddivurdering er vanskelig. De alternative metodene er like sensitive som den fundamentale. Ved bruk av flere supplerende teknikker vil verdsettelsen bli mer solid enn ved bruk av kun en teknikk. Ved å benytte seg av flere metoder er det mulig gjennom sammenligning av resultater å avgjøre om verdiestimatet kan anses som realistisk. Dersom de ulike teknikkene ikke gir samme estimat vil det være hensiktsmessig å analysere ulikhetene nærmere. (Kaldestad & Møller, 2016)

Livssyklusstadiet til en virksomheten vil påvirke valg av verddivurderingsteknikk. I figur 3-1 er livssyklusmodellen til Damodaran presentert. En bedrift som er nyetablert eller tidlig i vekstfasen vil ikke besitte like mye historisk regnskapsinformasjon som en bedrift som befinner seg lengre ut i vekstfasen. Dette innebærer at det vil være uegnet å benytte en fundamental verddivurderingsteknikk som krever historisk regnskapsinformasjon på en ung bedrift. Videre vil det heller ikke være mulig å benytte seg av en komparativ verddivurdering i form av en multippelmodell dersom det ikke eksisterer komparative selskaper til virksomheten. Følgelig vil det for en ung bedrift være mest hensiktsmessig å vurdere

potensialet til selskapet hvilket kan gjennomføres ved å diskontere fremtidige potensielle kontantstrømmer. For bedrifter lengre ut i vekstfasen vil fundamental verdivurdering være relevant da eldre selskaper besitter nok historisk regnskapsinformasjon samt at det ofte eksisterer gode sammenlignbare virksomheter. Den komparative teknikken passer også for virksomheter i stadiet moden til høy vekst. For bedrifter i nedgangsfasen vil en komparativ verdivurdering i form av substansmodell være et godt alternativ da denne metoden bygger på å finne salgsverdien til eiendeler. (Damodaran, 2012)



Figur 3-1 Livssyklusmodellen til Damodaran (Damodaran, 2015)

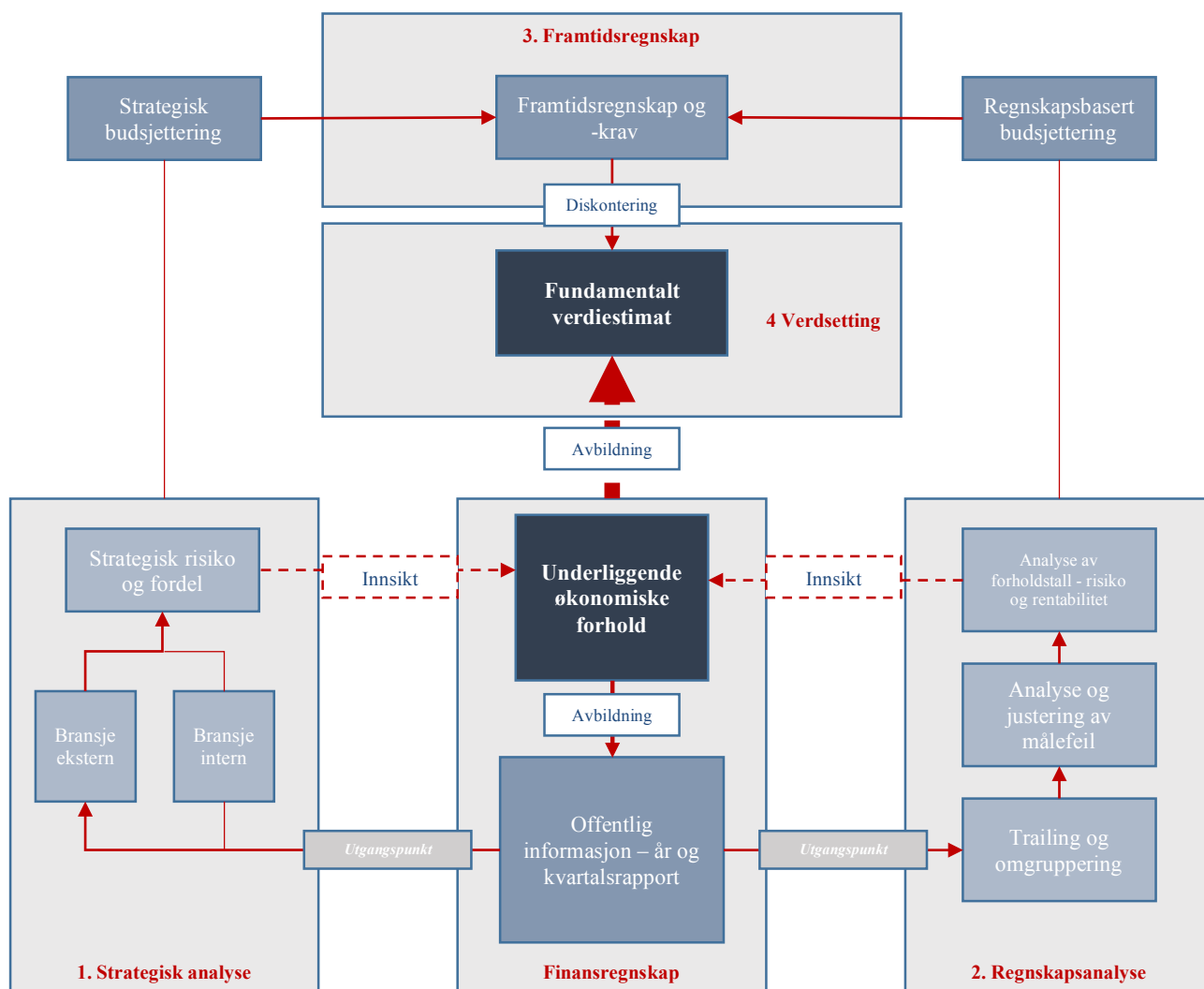
Siden etableringen i 1992 har NRS hatt en årlig vekst og femårsmålene til virksomheten tilsier at selskapet ønsker å fortsette denne trenden. Dette taler for at NRS befinner seg i en høy vekstfase. Videre eksisterer det i dag areal- og miljøutfordringer som påvirker mulighetene til vekst i oppdrettsbransjen. På grunn av disse utfordringene kan det diskuteres om vekstkapasiteten i oppdrettsbransjen er nådd. Dersom denne kapasitetsbegrensningen eksisterer vil NRS befinne seg i den modne vekstfasen. Slik situasjonen er i dag har NRS en mulighet til å skaffe seg nye konsesjoner i form av utviklingskonsesjoner, men ettersom vi ikke vet utfallet av denne tildelingen vil bli mener vi at NRS befinner seg i en fase mellom høy og moderat vekst.

Oppdrettsbransjen har også opplevd en stor vekst i næringen siden starten på 70-tallet. Dette har ført til at det i dag eksisterer store og stabile selskaper som danner et godt sammenligningsgrunnlag for NRS. Videre er NRS notert på børs hvilket innebærer at de må føre regnskap etter IFRS. Ettersom selskapet har vært børsnotert siden 2011 eksisterer det dermed historisk og grundig regnskapsinformasjon om selskapet. Følgelig mener vi at den

fundamental verddivurderingsteknikken passer godt for verdsettelsen av NRS. Som tidligere nevnt er det videre viktig å supplere med flere teknikker for å kontrollere at verdiestimatet stemmer. Vi har derfor valgt å gjennomføre en komparativ verddivurdering som supplerende metode.

3.3 Rammeverk for fundamental verdsettelse

I det følgende vil vi presenterer rammeverket for fundamental verddivurdering. Som figur 3-2 illustrerer består rammeverket av fem steg: strategisk analyse, regnskapsanalyse, fremtidsregnskap, verdisseting og handling.



Figur 3-2 Rammeverk fundamental verdsettelse (Knivsflå, 2016a)

Det første steget i rammeverket er strategisk analyse. Den strategiske analysen er en kvalitativ analyse som ser på selskapets interne og eksterne forhold. Resultatene fra analysen skal gi oss en forståelse av superrentabiliteten eller de strategiske fordelene selskapet genererer.

(Knivsflå, 2016a) Formålet med å gjennomføre en analyse av eksterne forhold er å forstå bransjens lønnsomhetspotensiale og hvilke faktorer som påvirker lønnsomheten. Den eksterne analysen består av en makroanalyse og en bransjeanalyse. Den interne analysen skal på sin side gi innsikt i selskapets ressurser og lønnsomhetspotensiale relativt til bransjen. (Kaldestad & Møller, 2016)

Det andre steget i fundamental verdivurdering er regnskapsanalyse. Regnskapsanalysen er en kvantitativ analyse som skal gi innsikt i de underliggende økonomiske forholdene til et selskap. Her vil vi først gjennomføre en "trailing" da vi ikke besitter informasjon om de to siste kvartalene i 2016. Videre består analysen av å omgruppere regnskapsoppstillinger og deretter analysere og justere for målefeil i regnskapet. Til slutt gjennomføres det en analyse av forholdstall, risiko og rentabilitet. De to første stegene utgjør til sammen den strategiske regnskapsanalysen. (Knivsflå, 2016a)

Det tredje steget består av å utarbeide fremtidsregnskap og fremtidskrav. Utgangspunktet for utformingen av fremtidsregnskapet er den strategiske regnskapsanalysen samt budsjett drivere. Etter at fremtidsregnskapet er utarbeidet beregnes fremtidskravene før en til slutt fremskriver den strategiske fordelene. (Knivsflå, 2016a)

Det fjerde steget i rammeverket er den fundamentale verdivurderingen. I denne delen beregnes verdien av selskapet basert på den diskonterte kontantstrømmen. For å regne ut verdien kan en benytte to metoder, egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Hver av disse kan igjen deles opp i flere modeller. Selv om det eksisterer flere ulike metoder og modeller skal de ved konsistent bruk gi samme verdiestimat. (Knivsflå, 2016a)

Det siste steget i rammeverket er å handle på bakgrunn av verdivurderingen. Vi kan skille mellom intern og ekstern handling. En ekstern handling er å benytte verdiestimatet som grunnlag for å handle aksjer, mens en intern handling er å benytte verdiestimatet som styringsgrunnlag for virksomheten, også kalt verdibasert styring. (Knivsflå, 2016a)

4. Strategisk analyse

En strategisk analyse er en kvalitativ analyse av underliggende økonomiske forhold. Den strategiske analysen tar utgangspunkt i offentlig informasjon og gjennom analysen avdekkes det om et selskap har en strategisk fordel eller en superrentabilitet som påvirker verdien til selskapet. Analysen gir videre innsikt i hvorvidt en strategiske fordel kan anses som langvarig eller ikke. (Knivsflå, 2016a) En strategisk analyse gjennomføres ved å ta utgangspunkt i finansregnskapet da dette gir informasjon om strategisk posisjon, prestasjon og risiko. Analysen gir dermed innsikt som vil være viktig for vurderingen av kvaliteten på regnskapsanalysen samt utførelsen av fremtidsregnskapet. (Knivsflå, 2016b)

Ved hjelp av en ekstern og en intern analyse skal vi avdekke om NRS besitter en strategisk fordel. Analysene vil gi informasjon om selskapets eventuelle strategiske fordeler, ulemper og risikoer. Den eksterne bransjeorienterte analysen tar utgangspunkt i oppdrettsbransjen og ved bruk av ulike metoder skal vi kartlegge om oppdrettsbransjen har fordeler eller ulemper sammenlignet med andre bransjer. Den interne ressursbaserte analysen anvendes til å avdekke om NRS besitter ressurser som gir selskapet strategiske fordeler eller ulemper sammenlignet med sine konkurrenter. (Knivsflå, 2016b)

Europa er det største eksportmarkedet for NRS hvilket innebærer at vil det være naturlig å se på hvilke konkurrenter som også leverer til dette området. Mesteparten av oppdrettslaksen i Europa kommer fra de norske selskapene hvilket innebære at det er mer relevant å se på konkurransen fra norske selskaper enn selskaper fra Chile. Det kunne vært interessant å se på selskaper fra Storbritannia og Færøyene da de operer i det samme markedet som de norske selskapene. Vi har likevel valgt å utelukke disse selskapene da Norge helt klart er markedsledende i det europeiske markedet for import av fersk hel laks. I 2014 hadde Norge en markedsandel på hele 88%. (Nofima, 2016a)

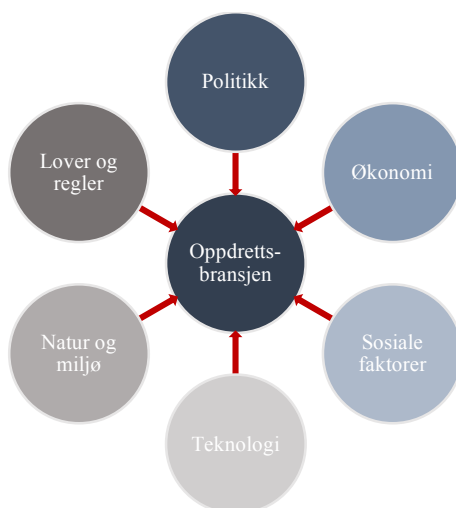
I den strategiske analysen har vi dermed valgt å avgrense bransjen til å gjelde kun norske oppdrettsselskaper da vi mener disse selskapene er mest relevante for konkurransesituasjonen til NRS og følgelig gir best innblikk i NRS sine strategiske fordeler eller ulemper internt og eksternt. Innenfor den norske oppdrettsbransjen finner vi også alle selskapene vi har valgt ut i bransjesnittet.

4.1 Ekstern bransjeorientert analyse

Den eksterne bransjeorienterte analysen kan deles inn i en makroanalyse og en bransjeanalyse. En makroanalysen identifiserer ytre faktorer som påvirker bransjen, mens en bransjeanalysen avdekker om bransjen er attraktiv eller ikke. Dersom bransjen har en superrentabilitet vil netto driftsrentabilitet være større en netto driftskravet i bransjen. Vi vil bruke en PESTEL-analyse for å analysere makroforholdene og Porters modell om de fem kreftene for å analysere bransjeforholdene. (Knivsflå, 2016b) Vi har i kapittel 2 redegjort for bransjespesifikke- og makroforhold som danner grunnlaget for videre analyse.

4.1.1 PESTEL-analyse

Målet med en PESTEL-analyse er å identifisere og kartlegge ytre faktorer som påvirker rammevilkårene og lønnsomheten i en gitt bransje. Ved bruk av metoden blir følgende makroforhold analysert: politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og juridiske. (Knivsflå, 2016b) Det er flere ytre forhold som har innvirkning på oppdrettsbransjen og vi skal i de påfølgende delkapitlene identifisere og kartlegge forholdene som har størst innvirkning på bransjens lønnsomhet og rammevilkår.



Figur 4-1 Rammeverk PESTEL-analyse (Knivsflå, 2016b)

4.1.1.1 Politiske forhold

Oppdrettsbransjen er styrt av en konsesjonspolitikk slik situasjonen er i dag. Det er ikke mulig å drive med oppdrett uten en konsesjonstillatelse hvilket medfører at dette politiske forholdet har essensiell betydning for bransjen. Det er fiskeridirektoratet som fastsetter rammevilkårene i bransjen ettersom det er direktoratet som avgjør hvem som får produsere atlantisk laks samt hvilken mengde. Videre påvirker det politiske forholdet også lønnsomheten i bransjen da konsesjonene regulerer vekstmulighetene. Et oppdrettsselskap har ikke mulighet til å øke produksjonen uten å få tildelt en ny konsesjon hvilket medfører at det i dag er mer vanlig for enkeltsselskaper å vokse gjennom oppkjøp av eksisterende virksomheter. Ettersom det er få nye konsesjoner som tildeles er systemet også et hinder for generell vekst i oppdrettsbransjen. Fiskeridirektoratet fastsetter videre krav til gjennomføring av produksjonen som oppdretterne må overholde. Dette igjen påvirker rammevilkårene og lønnsomheten da strenge krav knyttet til lus og medisiner påvirker både kostnads- og kunnskapsnivået til selskapene. De seneste årene har direktoratet også benyttet konsesjonspolitikken til å styre bransjen i en mer bærekraftig retning gjennom grønne- og utviklingskonsesjoner.

I de siste utdelingsrundene av konsesjoner har Fiskeridirektoratet kun tildelt grønne- og utviklingskonsesjoner. Dette innebærer at utviklingen av konsesjonssystemet i dag tilfaller de større og mer stabile selskapene ettersom det er store investeringsutgifter knyttet til denne type konsesjoner. En slik utvikling vil bety færre og større selskaper i oppdrettsbransjen. Dermed har det politiske forholdet konsesjon til nå hatt og vil i fremtiden ha stor innvirkning på bransjen. Ved etablering eller oppkjøp av oppdrettsselskaper i utlandet har virksomhetene mulighet til å unngå det norske konsesjonssystemet, men i utlandet eksisterer det andre systemer som virksomhetene igjen må forholde seg til.

Et annet politisk forhold som påvirker oppdrettsbransjen er handelspolitiske forhold. Ettersom en stor del av oppdrettsfisken blir eksportert og solgt til utenlandske markeder har Norges forhold til ulike land, handelsavtaler og eventuelle handelsblokader innvirkning på lønnsomheten og rammevilkårene i bransjen. Handelsavtaler er viktige for at oppdrettsselskapene skal kunne opprettholde samt eventuelt øke sin produksjon av oppdrettsfisk. Ettersom kostnadsnivået i Norge er høyere enn i for eksempel Chile er det svært viktig for de norske oppdrettsselskapene at Norge har gode tollavtaler med de største eksportmarkedene slik at den norske laksen ikke blir for dyr. Dermed har handelsavtaler

innvirkning på konkurransevilkårene samt lønnsomheten i bransjen. Oppdrettsnæringen er i dag kilden til en av Norges viktigste eksportinntekter hvilket medfører at det ikke kun er selskaper i bransjen som drar nytte av å ha et godt forhold og gode handelsavtaler med eksportlandene.

Handelsblokader som oppstår er forhold som det er vanskelig å forutse samt å løse på kort sikt. Disse kan ha stor innvirkning på eksportinntektene og påvirker dermed lønnsomheten i bransjen. Den kinesiske og den russiske blokaden er gode eksempler på dette. Før blokadene var begge landene store importører av norsk laks hvilket medførte at handelsstoppene reduserte eksportinntekten i den norske næringen. Det må forventes at slike situasjoner også kan oppstå i fremtiden. Dette betyr at det er flere handelspolitiske forhold som har hatt og som vil ha stor betydning for både lønnsomheten og vilkårene i oppdrettsbransjen. Norske oppdrettsselskaper kan spre risikoen knyttet til handelspolitiske forhold ved å etablere oppdrettsvirksomhet i flere land.

4.1.1.2 Økonomiske forhold

Det er flere økonomiske forhold som påvirker oppdrettsbransjen. Deriblant renter, valutaendringer, konjunktursvingninger.

Oppdrettsbransjen er på nåværende tidspunkt i en periode hvor store investeringer er nødvendig for å sikre videre vekst grunnet miljø- og arealutfordringene. Dagens situasjon med lav styringsrente gjør det dermed svært gunstig å benytte seg av lån som finansieringskilde for prosjektene. Det er naturligvis risiko knyttet til dette og derfor har renteswaper vært mye brukt av selskapene for å sikre seg mot svingninger i rentenivået. Videre stiller bankene også krav til egenkapitalnivået for å sikre at virksomhetene ikke tar opp for mye gjeld og egenkapitalkravet i oppdrettsbransjen ligger i dag på et snitt rundt 30%. Som tidligere nevnt er oppdrettsbransjen en kapitalintensiv bransje hvilket medfører at rentenivået er et økonomisk forhold som har innvirkning på lønnsomhetsnivået i bransjen.

Et annet økonomisk forhold som kan ha store utslag for lønnsomheten i bransjen på kort sikt er valutaendringer. I dag generer de fleste oppdrettsselskapene hovedinntekten sin i utenlandsk valuta samtidig som store deler av selskapets kostnader er i norske kroner. Dette medfører at bransjen og selskapene er svært utsatt for valutasvingninger. Ved bruk av

valutaterminkontrakter kan selskapene redusere risikoen og sikre seg mot store tap samt øke forutsigbarheten i driften. Selv om en terminkontrakt er et sikringsinstrument og skaper forutsigbarhet er det ikke gitt at den er lønnsomme da utfallet først er kjent etter utgangen av kontrakten.

Til slutt vil også konjunktursvingninger samt etterspørselen/tilbudet i markedet påvirke lønnsomheten i oppdrettsbransjen da lakseprisen er hovedkilden til driftsinntektene. Lakseprisen er svært volatil og påvirkes hovedsakelig av etterspørselen i markedet ettersom tilbudet er lite fleksibelt grunnet produksjonssyklusen til en laks. I henhold til figur 2-4 har lakseprisen hatt en enorm vekst siste årene. Også etter finanskrisen når verdensøkonomien var i en nedgangskonjunktur fortsatte lakseprisen å vokse. Dette skyldes blant annet at oppdrettsselskapene ikke har klart å tilpasse etterspørselen i markedet grunnet produksjonsbegrensninger og lang produksjonssyklus og prisene på laks har dermed blitt presset oppover. Tilbudet på verdensmarkedet ble ytterligere redusert etter sykdomsutbruddet i Chile i 2008 hvilket igjen førte til at prisene steg. (Fish AS, 2009) Økonomisk teori tilsier at når prisnivået er såpass høyt bør etterspørselen i markedet avta og dermed også lakseprisen. Slik situasjonen er i dag er det imidlertid ingenting som tilsier at lakseprisen vil synke da etterspørselen etter laks på verdensmarkedet fortsatt er svært stor.

4.1.1.3 Sosiokulturelle forhold

I 2015 talte verdens befolkning 7,3 milliarder mennesker i følge FN og prognosen tilsier at i 2050 vil vi ha en befolkning på 9,7 milliarder. (FN, 2015) Dette medfører at etterspørselen etter proteinkilder på verdensbasis bare vil fortsette å øke. Laks er en av kildene med lavest førfaktor hvilket medfører at oppdrettslaks kan spille en viktig rolle for å dekke det fremtidige matbehovet i verden på en bærekraftig måte. (iLaks, 2014a) (Norway Royal Salmon ASA, 2016a)

De siste årene har samfunnet også fått et større fokus på sunnhet og helse. Dette igjen kan virke positivt på lønnsomheten i oppdrettsbransjen da fisk kan få en større plass i kostholdet til befolkningen. Til slutt vil også matrender påvirke konsumet og etterspørselen etter fisk og laks. Sushi er en mattrend som har ført til økt etterspørsel etter norsk laks da norsk laks er den mest etterspurte sushi toppingen. (Norges sjømatråd, 2015b)

4.1.1.4 Teknologiske forhold

Grunnet situasjon i oppdrettsbransjen knyttet til areal- og miljøutfordringene er teknologisk utvikling svært viktig. Uten en teknologisk utvikling vil ikke oppdrettsselskapene kunne vokse ettersom selskapene ikke vil få tildelt flere konsesjoner grunnet innovasjonskravene knyttet til konsesjonstildelinger. Den teknologiske utviklingen foregår i dag både innenfor biologisk utvikling og merdutvikling. Fiskeridirektoratet stiller strenge krav både til behandlingen av lus og sykdom i eksisterende anlegg og til utviklingen av nye anlegg. Dette medfører at teknologiske forhold vil ha en stor betydning for bransjens lønnsomhet i fremtiden. Ved suksess i anleggsutviklingen vil produsert mengde biomasse kunne øke betraktelig da lakselus og rømming vil bli kontrollert i større grad enn i dag.

Det arbeides også med utviklingen av landbasert oppdrettsanlegg. Slike anlegg vil medføre at problemene knyttet til areal og lokasjon reduseres. Lukkede anlegg vil også redusere utfordringene knyttet til smitte av villaks og forurensing. Likevel kan det tenkes at det er andre miljømessige problemer knyttet til landbaserte oppdrettsanlegg som kan oppstå da disse anleggene trenger store mengder elektrisitet. Videre kan landbaserte anlegg også påvirke konkurransefordelene norske oppdrettsselskaper har i dag knyttet til lokasjon. Dersom lukkede landbaserte anlegg blir en suksess kan hvilket som helst land drive med oppdrett hvilket igjen kan påvirke lønnsomheten i den norske bransjen negativt.

4.1.1.5 Miljømessige forhold

Bærekraftig utvikling er et sentralt tema i oppdrettsbransjen og presset på oppdrettsselskapene for å drive en bærekraftig produksjon og vekst har økt. De største miljøproblemene bransjen står overfor er rømming, lus og forurensning. Håndteringen av disse problemene medfører økte kostnader knyttet til fôr, medisiner, miljøgebyrer og tiltak mot lus og rømming. På nåværende tidspunkt er det ingenting som tilsier at bevisstheten rundt miljø vil reduseres hvilket innebærer at selskapene må komme opp med nye miljøvennlige løsninger for å redusere kostnadene de har i dag. Ettersom Fiskeridirektoratet også stiller miljøkrav til konsesjonene er dette forhold som påvirker rammevilkårene i tillegg til lønnsomheten i bransjen.

Miljøpresset på bransjen kommer ikke bare fra politikere, men også fra forbrukere. De mer miljøbevisste forbrukerne ønsker å vite hvor miljøvennlige produkter er og det er derfor innført sertifisering av selskaper for å dokumentere dette. Sertifiseringen heter Aquaculture Stewardship Council (ASC) og fås dersom en oppfyller standarder satt av ASC. (Aquaculture Stewardship Council, 2016) Dette medfører at presset på oppdrettere for å drive bærekraftig bli enda større samtidig som det forholdet kan påvirke lønnsomheten i bransjen da noen forbrukere vil foretrekke produkter som er godkjent fremfor de som ikke er det.

4.1.1.6 Juridiske forhold

Oppdrettsbransjen er regulert av flere lover og forskrifter hvorav de viktigste er akvakulturloven og laksetildelingsforskriften. I tillegg til dette må virksomhetene følge Mattilsynets retningslinjer.

Akvakulturloven fastsetter og styrer rammevilkårene for hvordan oppdrettsnæring skal drives, mens Mattilsynet har ansvaret for å passe på at forholdene knyttet til fiskens helse og velferd overholdes. Mattilsynet har myndighet til å gi pålegg, forbud og anmeldelse som ytterste konsekvens dersom ikke reglene overholdes. Dette vil kunne medføre økonomisk tap for selskapene i oppdrettsbransjen.

Som tidligere nevnt deles konsesjonene ut sentralt fra fiskeridepartementet og det er strenge juridiske vilkår knyttet til bruken av tillatelsene. Disse vilkårene reguleres gjennom laksetildelingsforskriften som fastsetter blant annet biomasse per merd, antall lokaliteter per konsesjon og antall lus per laks. De juridiske betingelsene er dermed med på å sette rammevilkårene i bransjen. Dette innebærer at det eksisterer juridiske forhold i oppdrettsbransjen som påvirker både lønnsomheten og vilkårene i bransjen.

4.1.1.7 Oppsummering PESTEL-analysen

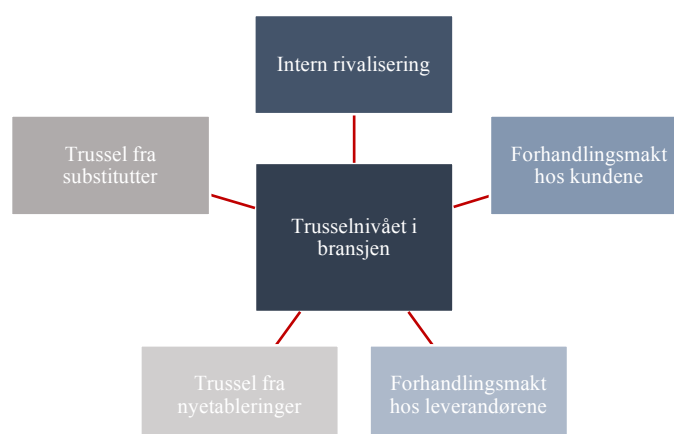
Ved hjelp av PESTEL-analysen har vi identifisert og kartlagt ulike makroforhold som påvirker lønnsomheten og rammevilkårene i oppdrettsbransjen i varierende grad. Flere av forholdene som har blitt diskutert er sterkt knyttet sammen og påvirker hverandre.

Konsesjoner virker å være en av de mest avgjørende faktorene for bransjen da denne går igjen

i de fleste forhold. Konesjonene er med på å påvirke politiske-, økonomiske-, teknologiske-, miljømessige- og juridiske forhold. Bransjen er også i en situasjon hvor selskapene blir tvunget til å tilpasse seg en mer bærekraftig produksjon og vekst. Dette medfører at de miljømessige- og teknologiske forholdene også vil være essensielle for fremtiden til oppdrettsbransjen.

4.1.2 Porters fem krefter

I henhold til Porter er det totalt fem krefter som danner grunnlaget for konkurransen i en bransje. Disse fem er: intern rivalisering, substitutter, nyetableringer, kunders forhandlingsmakt og leverandørers forhandlingsmakt. Til sammen kan kreftene gi et innblikk i trusselnivået i en bransje. (Barney, 2011)



Figur 4-2 Rammeverk Porters modell om de fem kreftene (Barney, 2011)

4.1.2.1 Trussel fra nyetableringer

Den første trusselen i Porters modell er trusselen om nyetableringer. Nyetableringer er virksomheter som nylig har etablert seg eller truer med å etablere seg i en bransje. Ved å analysere etableringsbarrierene i bransjen kan en få innsikt i trusselnivået tilknyttet nyetableringer. (Barney, 2011)

De største etableringsbarrierene i oppdrettsbransjen er konsesjoner og lokasjoner. For å kunne drive med oppdrett må virksomheten ha tillatelse i form av en konsesjon og for å kunne benytte seg av en konsesjon må oppdrettsselskapet få tildelt en eller flere lokasjoner. Dette er

politiske etableringsbarrierer ettersom tillatelsene blir utdelt av fiskeridirektoratet. På grunn av miljø- og arealutfordringene som eksisterer i oppdrettsbransjen har det de siste årene eksistert svært strenge krav for å få tildelt en konsesjon. I den siste tildelingsrunden var det kun grønne konsesjoner som ble utdelt. Disse konsesjonene har strenge krav knyttet til bekjempelse av miljøproblemer, lus og rømming. I dag er det mulig å søke om utviklingskonsesjoner som også stiller høye krav i forhold til teknologi, investeringer og innovasjon. Fiskeridepartementet er opptatt av at oppdrettsbransjen skal ha en bærekraftig vekst hvilket taler for at de fokuserer på selskaper som viser at de også jobber for en mer bærekraftig næring. For nyetablerte selskaper vil det dermed være svært vanskelig å få tildelt konsesjoner slik situasjonen er i dag.

Dagens situasjon er også at oppdrettsbransjen står overfor arealutfordringer ettersom arealet langs kysten er begrenset. En løsning på arealproblemet kan være landbaserte og offshorebaserte anlegg. Dette er områder hvor det eksisterer muligheter for nye virksomheter å etablere seg. Ettersom dette per i dag er ny og uprøvd teknologi er det viktig med kunnskap, erfaring og store investeringer for å kunne utvikle slike anlegg. Det er også stor usikkerhet knyttet til lønnsomheten ved slike anlegg da det for eksempel er store kostnader knyttet til vannrensing ved landbaserte anlegg. Dermed vil det være stor risiko knyttet til slike investeringer og spesielt for nyetableringer da de ikke har en vanlig produksjon å falle tilbake på. Videre står virksomheten igjen overfor konsesjonshinderet ved offshorebaserte anlegg.

Oppdrettsbransjen er en svært kapitalintensiv bransje da det er store investeringer knyttet til anlegg, konsesjoner og kostnader knyttet til FoU. En nyetablert virksomhet vil først generere inntekter fra oppdrett etter to til tre år grunnet produksjonssyklusen til en oppdrettsfisk. Dette medfører at selv om et nyetablert selskap har muligheten til å investere i et anlegg vil det ta flere år før selskapet genererer inntekter. Dette gjør det svært vanskelig å overleve som selskap da det fra oppstart vil være store kostnader som påløper.

Følgelig utgjør ikke nyetableringer en stor trussel for oppdrettsbransjen. Etableringer i form av offshoreanlegg og lukkede anlegg på land er de største truslene. Ettersom det er store kostnader knyttet til utviklingen av slike anlegg samt at det eksisterer en usikkerhet knyttet til utfallet av produksjonen er det trolig liten sannsynlighet for at nyetablerte selskaper har mulighet til å etablere seg innenfor disse segmentene. Trusselnivået tilknyttet nyetableringer settes dermed til lav.

4.1.2.2 Intern rivalisering

Intern rivalisering omhandler hvor intens konkurransen mellom de etablerte virksomhetene i en bransje er. Ved stor konkurranse innad i markedet vil en større andel av verdiskapningen tilfalle kundene enn ved lav konkurranse. Antall konkurrerende selskaper, veksten i bransjen samt mangel på produktdifferensiering er noen av faktorene som er med på å påvirke faren for rivalisering i bransjen. (Barney, 2011)

Som tidligere nevnt står de ti største oppdrettsselskapene for omtrent 70% av all produksjon i Norge. Dette tilsier at det er flere store konkurrerende selskaper i bransjen hvilket øker trusselen for rivalisering. Størrelsen på selskapene og påvirkningsmulighetene de besitter er også avgjørende. Dersom det er mange like store selskaper i en bransje er faren for rivaliseringen større. For oppdrettsbransjen er ikke dette tilfellet da det eksisterer noen få selskaper som har store markedsandeler og dermed størst innflytelse. Dette taler for lav rivalisering i bransjen. Oppdrettsbransjen har også vært preget av at de større virksomhetene har kjøpt opp de mindre. Dette har medført at totalt antall oppdrettere i landet har minsket hvilket igjen taler for lav intern rivalisering.

Grunnet kapasitetsbegrensningen knyttet til areal har veksten i bransjen vært noe avtakende. Dette betyr at oppdrettsbransjen befinner seg i den moderat vekstfasen. Når selskapene i en bransje ikke har muligheten til å vokse øker faren for intern rivalisering ettersom selskapene må begynne å konkurrere innad for å kapre markedsandeler. Da det i dag ikke deles ut nye konsesjoner kan det diskuteres om kapasiteten i bransjen er nådd hvilket igjen vil tale for økt rivalisering. I oppdrettsbransjen vil det ta noen år før effekten av utdelingsstopp slår inn grunnet produksjonstiden til laks. Selskapene jobber også for å finne nye løsninger slik at de kan få tildelt utviklings- eller grønne konsesjoner. Dersom dette er vellykket kan det frigjøres mer kapasitet i bransjen som igjen vil påvirke rivaliseringen.

Produktdifferensieringen i oppdrettsbransjen er lav da standardprodukt er fersk eller frossen laks. Andelen som videreføres er ikke stor og følgelig selger alle aktørene så og si samme produkt. Lav produktdifferensiering taler for intern rivalisering hvilket igjen kan føre til priskonkurranse. Likevel er det viktig å ta med produksjonssyklusen til oppdrettslaksen i vurderingen. Ettersom det tar 2-3 år å produsere en laks samt at produksjonsmengden er begrenset av konsesjoner har ikke selskapene i oppdrettsbransjen mulighet til å øke

produksjonen ubegrenset. Dette er igjen med på å begrense den interne rivaliseringen i bransjen.

Det eksisterer intern rivalisering i oppdrettsbransjen, men denne er ikke høy. Ettersom det eksisterer flere store aktører samt at produktet er lite differensiert vil det foreligge rivalisering. Rivaliseringen trekkes likevel ned av kapasitetsbegrensninger knyttet til konsesjoner, produksjonstid samt innflytelsen til de ulike virksomhetene. Dermed settes trusselnivået til moderat for den interne rivaliseringen.

4.1.2.3 Trussel fra substitutter

Substitutter er produkter som tilfredsstillter kundens krav omtrent like godt som selve produktet. Substitutter er med på å sette et tak på prisnivået i en bransje ettersom kunder vil velge substituttene når prisen på det originale produktet overstiger deres betalingsvilje. (Barney, 2011)

Oppdrettslaks er både en næringskilde og en proteinkilde. Dermed kan substituttene til oppdrettslaks deles disse inn i to grupper, annen type fisk med samme type nærings sammensetning og annen type proteinkilde i form av fjærkre og kjøttprodukter. Oppdrettslaksen har en unik posisjon som råvare da produktet inneholder store mengder nyttige næringskilder som omega 3, protein og vitamin D. (Norges sjømatråd, 2016c) Dette medfører at laks er en god næringskilde med stor etterspørsel.

Den nærmeste substitutten til oppdrettslaks som eksisterer er villaks. Hvor mye villaks som finnes på markedet er avhengig av fiske. I dag er fiske etter villaks stort sett forbeholdt sportsfiskere hvilket betyr at denne substitutten ikke utgjør en stor trussel. Andre type fiskearter som torsk, kveite, makrell og sei er også eksempler på substitutter til oppdrettslaksen. Andre typer fiskearter kan igjen deles i oppdrettsarter og arter som det ikke eksisterer oppdrett av. I dag drives det oppdrett av blant annet torsk og kveite hvilket gjør disse artene til en større trussel enn makrell og sei som igjen kun eksisterer i begrenset mengde. Likevel er produksjonsmengdene av annen type oppdrettsfisk såpass beskjedne at de ikke vil utgjøre en stor trussel, men dette kan endre seg.

Andre typer proteinkilder som for eksempel fjærkre og kjøttprodukter er også substitutter til oppdrettslaks. Hvis prisen på laks blir for høy vil dette være gode substitutter som kunder kan benytte seg av. I dag er kylling den mest populære proteinkilden i Europa hvilket gjør kylling til den største trusselen for laksen. (Universitetet i Stavanger, 2013)

Hvilke preferanser kundene har vil påvirke valg av substitutter, altså spiller byttekostnaden inn. For en som ønsker sushi vil ikke kylling være en god substitutt for laks. Er kunden derimot kun opptatt av å få i seg protein i en eller annen form vil valget falle på en annen type proteinkilde hvis laksen er dyrest. Dersom kunder velger substitutter til laks grunnet høy pris tilsier økonomisk teori at etterspørselen etter laks vil avta og dermed vil også lakseprisen falle. Tatt i betraktning momentene over settes trusselnivået for substitutter til moderat.

4.1.2.4 Forhandlingsmakt hos leverandørene

Gjennom prisøkninger eller kvalitetsreduksjon kan leverandørene i en bransje true virksomhetens resultat. Antall leverandører, hvor unikt produktet til leverandørene er samt hvor viktig virksomhetene er for leverandørene påvirker trusselnivået. (Barney, 2011)

Den største andelen av oppdrettsselskapenes marginalkostnader er fôrkostnadene. Dermed er det leverandørene tilknyttet fôr det er mest relevante å se på. Det eksisterer få og store leverandører av fôr i Norge. De fire største er EWOS, Skretting, BioMar og Marine Harvest. Disse står for mesteparten av produksjonen hvilket tilsier det at de har stor forhandlingsmakt overfor oppdrettsselskapene. (Marine Harvest ASA, 2016b)

Fôrproduksjon er avansert og det er mye forskning knyttet til produktet grunnet dagens sykdomsproblem. Dette medfører igjen økt forhandlingsmakt for leverandørene da en fôrtype som kan redusere sykdom vil føre til mindre tap for oppdrettsselskapene og dermed har oppdrettsselskapene høyere betalingsvilje for spesialisert fôr. At fôr er et spesialisert produkt medfører videre at produktet har svært få bruksområder. Dette innebærer at fôrprodusentene også er avhengige av oppdrettsselskapene hvilket igjen reduserer deres forhandlingsmakt.

Oppdrettsbransjen har vært preget av at de større selskapene i bransjen har integrert seg i flere ledd i verdikjeden. Marine Harvest er per i dag den eneste virksomheten i bransjen som har

egen fôrproduksjon. Dersom flere oppdrettsselskaper inkluderer fôrproduksjon i sin verdikjede vil ikke leverandørene ha like stor makt som de har i dag. Dermed er også oppdrettsselskapene en trussel for fôrprodusentene hvilket medfører at forhandlingsmakten til fôrprodusentene reduseres.

Ettersom det eksisterer få og store fôrproduksjonsvirksomheter samt at oppdrettsfôr er et avansert og spesialisert produkt vil leverandørene ha forhandlingsmakt overfor virksomhetene i bransjen. Likevel er fôrprodusentene også avhengige av oppdrettsselskapene hvilket innebærer at makten ikke blir for stor. Dette medfører at trusselnivået knyttet til leverandørene settes til moderat.

4.1.2.5 Forhandlingsmakt hos kundene

Den siste kraften i Porters modell er forhandlingsmakten til kundene. Kundene kan påvirke en virksomhets inntekter gjennom å presse ned prisene i markedet. Faktorer som antall kunder, hvor stor del av inntekten kundene står for samt kvaliteten på produktet og differensiering er med på å påvirke trusselbilde. (Barney, 2011)

I markedet for oppdrettslaks eksisterer det mange kunder. Det også en prissensitivitet knyttet til produktet og kundene kan benytte seg av substitutter hvis prisen blir for høy.

Oppdrettsselskapene produserer ett svært lite differensiert produkt hvilket gjør at selskapene ikke skiller seg ut på produkt. Disse momentene medfører at oppdrettsselskapene blir pristakere i markedet. Ettersom oppdrettslaks også er en ferskvare kan prisen igjen presses ned da virksomhetene er avhengig av å få solgt produktet innen kort tid. Prisen på laks har videre stor innvirkning på resultatet til oppdrettsselskapene hvilket igjen medfører at kundenes forhandlingsmakt kan anses som stor.

Oppdrettsselskapene har på sin side makt overfor kunder når det gjelder tilbud. Ser vi på prisnivået i dag er det såpass høyt fordi det er for lite laks i omløp. Dette tar tid å justere grunnet den lange produksjonstiden. Tilbudet er også begrenset av konsesjoner samt uforutsette hendelser som sykdom og rømming. Dermed begrenser også oppdrettsselskapene makten til kundene og trusselen fra kundene kan anses som moderat.

4.1.2.6 Oppsummering Porters fem krefter

Gitt analysen vi har foretatt eksisterer det trusler i oppdrettsbransjen i dag hvilket medfører økt konkurranse i bransjen. De største truslene kan anses å stamme fra intern rivalisering samt kundenes forhandlingsmakt. Likevel utgjør de ikke noen store trusler ettersom konsesjonene begrenser konkurranseforholdet i bransjen. Substitutter og leverandører utgjør også en trussel som kan påvirke virksomhetenes inntjeningspotensial. Til slutt er trusselen knyttet til nyetableringer svært liten da det eksisterer sterke politiske etableringshinder i markedet.

Krefter:	Lav	Moderat	Høy
Trussel om nyetablering	X		
Intern rivalisering		X	
Trussel fra substitutter		X	
Forhandlingsmakt hos leverandørene		X	
Forhandlingsmakt hos kundene		X	

Tabell 4-1: Oppsummering av resultatet fra Porters modell om de fem kreftene

Dermed kan vi konkludere med at konkurransenivået i oppdrettsbransjen må anses som moderat. Dette innebærer at det eksisterer muligheter for å danne eller opprettholde konkurransefordeler i bransjen.

4.2 Intern ressursbasert analyse

I den påfølgende delen av den strategiske analysen skal vi benytte oss av en intern ressursbasert analyse for å avgjøre om NRS har ressurser som kan gi selskapet en høyere rentabilitet enn bransjen. Primærmålet med en VRIO-analysen er dermed å avdekke om en ressurs har et potensiale til å skape et konkurransefortrinn.

4.2.1 VRIO-analyse

VRIO-analysen består av en serie spørsmål som skal avgjøre om virksomhetens materielle eller immaterielle ressurs er: verdifull, sjelden, ikke-imiterbar og organisert. En ressurs er verdifull dersom den har effekt på virksomhetens kostnader, påvirker kundenes betalingsvilje eller dersom ressursen blir benyttet til å eliminere trusler eller utnytte muligheter i omgivelsene. Dersom en ressurs er sjelden er konkurrenter ikke i besittelse av ressursen. En

ressurs er ikke-imiterbar dersom det er vanskelig for konkurrenter å substituere eller kopiere ressursen. Til slutt er en ressurs effektivt organisert dersom virksomheten klarer å utnytte ressursens konkurransemessige potensiale fullt ut. For å kunne skape et langvarig konkurransefortrinn må alle fire kravene være oppfylt. (Barney, 2011)

Ved å gjennomføre en VRIO-analyse identifiseres superrentabiliteten til ressursen samt hvilken konkurranseposisjon ressursen gir virksomheten. I figur 4-2 er rammeverket for VRIO-analysen samt de ulike utfallene av analysen presentert.

Verdifull?	Sjelden?	Ikke-imiterbar?	Organisert?	Superrentabilitet	Implikasjoner	Styrke eller svakhet
Nei	Nei	Nei	Nei	$ndr < ndr_B$	Konkurranseulempe	Svakhet
Ja	Nei	Nei	-	$ndr \approx ndr_B$	Konkurranseparitet	Styrke
Ja	Ja	Nei	-	$ndr > ndr_B$ Kort sikt	Midlertidig konkurransefordel	Styrke og særegen kompetanse
Ja	Ja	Ja	Ja	$ndr > ndr_B$ Lang sikt	Varig konkurransefordel	Styrke og varig særegen kompetanse

Tabell 4-2: VRIO-analyse (Barney, 2011) (Knivsflå, 2016b)

Videre skal vi analysere de ressursene vi mener er viktig for NRS og oppdrettsbransjen. Vi har valgt å analysere ressursene: integrasjonsgrad, lokasjonsvalg, salgs- og markedsføringsavdeling og innovasjonsevne.

4.2.1.1 Integrasjonsgrad

NRS ønsker å vokse fra et mellomstort til et stort oppdrettsselskap i løpet av de neste fem årene. I dag er de største oppdrettsselskapene kjennetegnet ved stor grad av integrasjon i verdikjeden. Dermed vil NRS sin nåværende integrasjon samt evnen til å kunne øke graden av integrasjonen være viktig for selskapets posisjon i markedet. Evnen til å kunne integrere seg i flere ledd i verdikjeden er viktig i oppdrettsbransjen da det er mange faktorer og forhold som spiller inn i en biologisk prosess. Som nevnt i kapittel 2.2 er NRS integrert i de ulike leddene i verdikjeden i varierende omfang. Deler av produksjonssyklusen gjennomfører NRS selv, mens andre prosesser som for eksempel slakting er NRS integrert i gjennom aksjeforhold.

Gjennom integrasjon i verdikjeden kuttes antall leverandører som oppdrettsvirksomheten er avhengig av. Dermed er det også færre aktører som skal ha en fortjeneste fra

oppdrettsprosessen. Å delta eller stå for flere ledd i verdikjeden vil dermed ha en positiv effekt på virksomhetens kostnader. Integrasjon fører videre til kunnskapsdeling mellom leddene. Dette kan igjen føre til bedre løsninger som kan være både tids- og kostnadsbesparende. Integrasjon kan også føre til vekst. En virksomhet som utvider sine produksjonsområder vil vokse og bli en mer kompleks virksomhet. Dette igjen vil eliminere trusler i omgivelsene da en virksomhet med høy integrasjonsgrad vil ha ett konkurransefortrinn overfor en virksomhet med lav grad. Dermed anses ressursen integrasjon som verdifull.

Ettersom alle virksomheter i oppdrettsbransjen er integrert i verdikjeden i minst ett ledd vil graden av integrasjon avgjøre om ressursen er sjelden eller ikke. I oppdrettsbransjen er en virksomhet fullt integrert dersom selskapet gjennomfører alt fra fôrproduksjon til salg og distribusjon. Full integrasjon vil anses som sjeldent da det i dag kun er et selskap som er involvert i alle ledd. NRS har flere konkurrenter som er i besittelse av samme eller større grad av integrasjon og dermed kan NRS sin integrasjonsgrad ikke anses som sjelden.

Integrasjon i verdikjeden er vanskelig men ikke umulig å imitere. Graden av integrasjon kan økes enten via oppkjøp av eksisterende virksomheter eller ved å opprette egne. Dette innebærer at kapital er det største imitasjonshinderet og ressursen anses dermed som imiterbar. NRS sin grad av integrasjon vil dermed kun gi selskapet konkurranseparitet ettersom flere konkurrenter er i besittelse av samme grad. NRS vil også ha en konkurranseulempet overfor konkurrentene som er i besittelse av en større integrasjonsgrad.

4.2.1.2 Salgs- og markedsføringsavdelingen

Som nevnt i kapittel 2 består NRS av en oppdrettsavdeling og en salgs- og markedsføringsavdeling. Salgs- og markedsføringsavdelingen består av et apparat som kjøper og selger laks og ørret internasjonalt. Fisken som selges kommer fra virksomhetens egne oppdrettsavdeling, tilknyttede selskap, kjedemedlemmer og eksterne produsenter. (Norway Royal Salmon ASA, 2015) Dette apparatet er viktig for salget av egenprodusert fisk samt driftsinntektene i virksomheten da hoveddelen av inntekten stammer fra trading av oppdrettsfisk.

Et godt nettverk innenfor oppdrettsmarkedene kan føre til høyere fortjeneste for NRS. Gode kontakter medfører at NRS kan selge rett til kundene uten å gå gjennom mellomledd hvilket kan påvirke inntektene til virksomheten. Ettersom NRS kjøper ferdig produsert laks og ørret vil ikke store utbrudd i lus eller sykdom påvirke hele salgsvolumet til selskapet direkte. Dermed vil selskapet ikke være avhengig av egenproduksjon i like stor grad som de komparative virksomhetene. Dette kan påvirke kostnadene i selskapet samt kundenes betalingsvilje da NRS kan bli sett på som en pålitelig distributør. Til slutt utnytter også ressursen mulighetene i omgivelsene gjennom å spre produksjonsrisikoen. Ettersom salgs- og markedsføringsavdelingen er en ressurs som påvirker kostnadene, kundenes betalingsvilje og utnytter muligheter i omgivelsene må den anses som verdifull.

Oppdrettsselskapet NRS startet som et salgs- og markedsføringsselskap. Følgelig kan oppdrettsavdelingen ses på som sekundær avdelingen i selskapet og salgs- og markedsføringsavdelingen som primær avdelingen. Selv om konkurrentene er i besittelse av en salgssavdeling kan disse ikke sammenlignes med avdelingen til NRS. Ettersom virksomheten har hatt dette som hovedområde siden oppstart i 1992 må avdeling anses som mer kompleks enn salgssavdelingen til oppdrettsselskapene som har oppdrett som hovedområde. Kontaktnettverket til NRS må også anses som unikt ettersom konkurrentene stort sett selger egenprodusert laks. Vi anser dermed ressursen som sjelden.

Det kan videre diskuteres om ressursen kan kopieres. Ettersom hvem som helt i prinsippet kan kjøpe og selge laks kan avdelingen anses som imiterbar. Imidlertid er nettverket NRS har opparbeidet seg i løpet av nesten 25 år ikke like lett å kopiere. Ressursen er mulig å substituere da en kan produsere egen laks og selge hvilket er det NRS sin konkurrenter gjør i dag. Følgelig anses ressursen som imiterbar og den gir kun NRS et midlertidig konkurransefordel.

Det kan også diskuteres om salgs- og markedsavdelingen gir NRS en konkurranseulempe. Virksomheten er svært avhengig av andre oppdrettsselskap ettersom kun 40% av solgt laks er egenprodusert. Dette medfører at dersom anlegg som NRS i dag har avtaler med blir kjøpt opp av de store aktørene kan virksomhetens salgsvolum reduseres. Dermed er NRS igjen svært avhengig av at oppdrettsanleggene som de kjøper fisk fra klarer å levere et godt volum. Følgelig er NRS i større grad enn sine konkurrenter avhengig av eksterne aktører hvilket kan

øke risikoen knyttet til selskapet. Med bakgrunn i dette mener vi at ressursen salgs- og markedsføringsavdelingen kun gir NRS konkurranseparitet.

4.2.1.3 Lokasjonsvalg

NRS ønsker å bli Norges mest lønnsomme oppdrettsselskap i løpet av de neste fem årene. Lokasjonsvalg har mye å si for lønnsomheten ettersom deler av den norske kysten er mer egnet for oppdrett. Dette innebærer at kostnader knyttet til sykdom og lus kan være større i noen deler av landet. Videre påvirkes også kostnadsnivået av hvilket land oppdrettsvirksomheten drives i. Dersom produksjonen gjennomføres i et lavkostland vil fortjenesten være høyere enn dersom driften foregår i et høykostland. I Norge er det nødvendig å besitte en lokasjon da dette er et av de lovpålagte kravene for å kunne drive med oppdrett. Dermed er det valget av lokasjon som er en ressurs som kan gi virksomheter konkurranseulempet eller fordeler.

Grunnet klima er noen deler av den norske kysten bedre egnet til oppdrett enn andre. Region Nord hvor NRS bedriver omtrent 85% av all oppdrettsvirksomhet er best egnet for oppdrettsvirksomhet både lønnsomhetsmessig og for fremtidige vekstmuligheter. (Norway Royal Salmon ASA, 2015) I denne regionen er det mindre kostnader knyttet til lus og sykdommer enn andre deler av landet hvilket reduserer kostnadene til oppdrettsvirksomhet. Det er også risikoer knyttet til å legge en så stor del av produksjonen til ett område. Ved et eventuelt sykdomsutbrudd vil selskapet være svært sårbar. Et slikt utbrudd kan ramme virksomheten hardt og bety store kostnader samt inntektstap for selskapet.

Første halvdel av 2016 var NRS kun involvert i oppdrettsvirksomhet i Norge. Norge er et høykostland hvilket gjør at NRS har høyere kostnader knyttet til produksjonen enn sine konkurrenter som også har anlegg i utlandet. En eventuell handelsblokkade av norske varer vil også ramme NRS hardere. I august 2016 kjøpte som tidligere nevnt NRS seg inn i det islandske oppdrettsselskapet Artic Fish. Dette styrket NRS sin ressurs knyttet til lokasjonsvalg ettersom kjøpet medfører at NRS tilegner seg flere lokasjoner samt at lokasjonene spres mer hvilket igjen reduserer selskapets risiko. Ressursen lokasjonsvalg må dermed anses som verdifull da den har en effekt på virksomhetens kostnader og eliminerer trusler i omgivelsene.

Ressursen kan ikke anses som sjelden da flere konkurrenter er i besittelse av den. NRS er ikke det eneste selskapet som bedriver virksomhet i region Nord og er heller ikke det eneste selskapet som er involvert i utenlandske oppdrettsvirksomheter. I Norge er ressursen vanskelig å kopiere eller substituere da det er fiskeridirektoratet som tildeler lokasjoner i Norge. Ettersom oppdrettsbransjen i dag har miljø- og arealutfordringer er tilgangen på nye lokasjoner knapp hvilket igjen hever imitasjonsbarrieren. Selv om det er vanskelig kan ressursen kopieres gjennom oppkjøp av eksisterende oppdrettsselskaper i Norge og utlandet. Følgelig er ressursen imiterbar og lokasjonsvalg vil dermed kun gi NRS konkurranseparitet.

4.2.1.4 Innovasjonsevne

Biologisk innovasjon

For NRS kan ressursen innovasjonsevne deles opp i biologisk- og teknologisk innovasjon. Formålet med biologisk innovasjon er å bekjempe miljøproblemene knyttet til lus og rømming. Ettersom det er store utgifter hvert år knyttet til miljøproblemene vil ressurser som reduserer problemene ha positiv effekt på virksomhetens kostnader. Satsningsområdet til NRS innenfor biologisk innovasjon er triploid laks. Formålet med å sette ut triploid laks er å bekjempe problemet knyttet til rømming. Ved å redusere rømmingen fra NRS sine anlegge reduserer selskapet sine kostnader. Triploid laks kan også være med på å eliminere trusler i omgivelsene da fiskeridirektoratet er svært opptatt av en bærekraftig vekst i næringen og deler dermed ut konsesjoner og lokasjoner til selskap som fokuserer på dette. Ressursen NRS besitter innenfor biologisk innovasjon anses dermed som verdifull.

Per i dag er NRS den eneste virksomheten som har fått tillatelse til å sette ut triploid laks. Det eksisterer andre institusjoner som også forsker innenfor området, men ressursen må anses som sjelden da ingen av NRS sine konkurrenter besitter den. Videre vil det være vanskelig å kopiere ressursen. Ettersom produksjonstiden til en oppdrettslaks er 2-3 år vil utfallet av triploidprosjektet ikke bli kjent før om flere år. Dermed vil NRS ha et stort forsprang når det gjelder kunnskap og erfaringer overfor konkurrenter som etter hvert kan få utsettelsestillatelse. Substitutter til triploid kan være andre løsninger på rømmingsproblemet i form av anlegg som er mer sikre, for eksempel lukkede anlegg eller offshoreanlegg. Dette tilsier at ressursen ikke er lett å substituere, men at det eksisterer muligheter. Dermed må ressursen anses som imiterbar og gir dermed selskapet kun en midlertidig konkurransefordel.

Teknologisk innovasjon

Utfordringer knyttet til arealbegrensningene samt lus og rømming i anleggene kan løses ved hjelp av teknologisk innovasjon i form av lukkede- eller offshoreanlegg. Slike anlegg vil påvirke virksomhetens kostnader positivt ettersom de vil medvirke til at utgiftene knyttet til dagens miljøproblemer reduseres. NRS har valgt å satse på utvikling av offshoreanlegg sammen med Aker og selskapet har søkt om tillatelse til å kunne prøve ut et slikt anlegg. Hensikten til NRS er å utvikle et anlegg hvor lus ikke overlever samt et anlegg fisken ikke kan rømme fra hvilket igjen vil ha en positiv effekt på virksomhetens kostnader. Videre vil denne ressursen også kunne eliminere trusler i NRS sine omgivelser da dette vil medføre vekst for selskapet og ressursen anses dermed som verdifull.

Ressursen teknologisk innovasjon kan ikke anses som sjelden da Marine Harvest, Lerøy Seafood og SalMar alle er i besittelse av den i varierende grad. Derimot er dette en ressurs som er svært vanskelig å kopiere eller substituere. Disse anleggene er svært kostbare å utvikle samt at utfallet av produksjonen ved slike anlegg er ukjent hvilket innebærer en stor risiko. Den nærmeste substituten er landbaserte anlegg som det igjen er knyttet stor usikkerhet til lønnsomheten ved. Per i dag er det kun SalMar som har fått tildelt utviklingskonsesjoner og er dermed det eneste selskapet som har tillatelse til prøve ut teknologi knyttet til offshoreanlegg. Dermed har SalMar en konkurransefordel overfor sine konkurrenter, deriblant NRS. Dette innebærer at ressursen teknologi innovasjon kun gir NRS konkurranseparitet.

4.2.1.5 Oppsummering intern ressursanalyse

Ved hjelp av VRIO-analysen har vi funnet ressurser som gir NRS konkurransefordeler i varierende grad. Ettersom NRS kun er en mellomstor virksomhet i oppdrettsbransjen vil de større selskapene besitte mange av de samme ressursene som NRS, og i større grad. Dermed vil de fleste ressursene til NRS kun gi paritet. Når det gjelder biologisk innovasjon har NRS utmerket seg hvilket er viktig for selskapets fremtidige vekst. At virksomheten arbeider med utviklingen av offshoreanlegg er også essensielt. Fiskeridirektoratet ønsker at bransjen skal utvikle seg i en mer bærekraftig retning og dermed vil ressursen innovasjonsevne være grunnleggende i fremtiden.

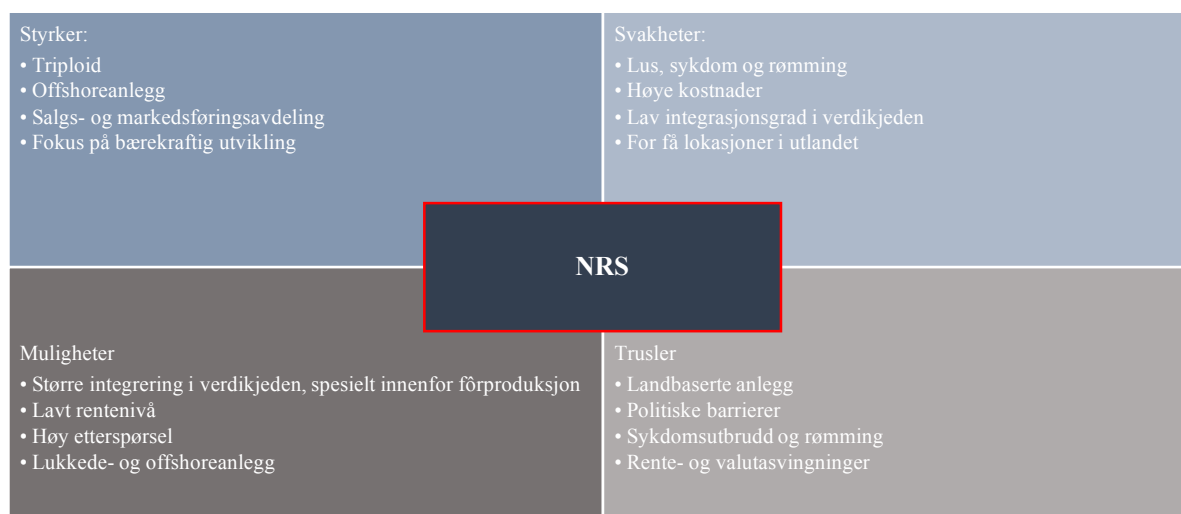
Basert på resultatene av VRIO-analysen kan vi slå fast at NRS ikke besitter en superrentabilitet eller har noen store konkurransefordeler overfor sine konkurrenter. De har derimot en konkurranseparitet i bransjen hvilket stemmer godt med størrelsen på selskapet sammenlignet med konkurrentene.

	Verdifull	Sjelden	Ikke-imiterbar	Organisert	Implikasjoner
Integrasjonsgrad	Ja	Nei	-	-	Konkurranseparitet
Salg- og markedsføringsavdeling	Ja	Ja	Nei	-	Konkurranseparitet
Lokasjonsvalg	Ja	Nei	-	-	Konkurranseparitet
Biologisk innovasjon	Ja	Ja	Nei	-	Midlertidig konkurransefordel
Teknologisk innovasjon	Ja	Nei	-	-	Konkurranseparitet

Tabell 4-3: Oppsummering av resultatet fra VRIO-analysen

4.3 Oppsummering strategisk analyse

For å oppsummere den strategiske analysen føres resultatene fra de ulike analysene inn i en SWOT-modell. SWOT-analysen tar utgangspunkt i interne og eksterne forhold og benytter disse til å bedømme selskapets: styrker, svakheter, muligheter og trusler. Styrker og svakheter omhandler de interne forholdene, mens muligheter og trusler beskriver bransjeforholdene. (Barney, 2011) I den strategiske analysen har vi gjennomført to eksterne analyser samt en intern analyse for å se på utsiktene til bransjen og NRS. En PESTEL og en Porter analyse ble anvendt til å finne rentabiliteten i bransjen, mens en VRIO-analyse ble gjennomført for å finne rentabiliteten til NRS. I figur 4-3 vises resultatene fra analysene oppsummert i en SWOT-modell.



Figur 4-3 Oppsummering av den strategiske analysen i en SWOT-modell

5. Regnskapsanalyse

Regnskapsanalyse er en kvantitativ analyse av underliggende økonomiske forhold. I dette kapitlet skal regnskapet avdekkes og klargjøres for videre analyse. Hensikten med regnskapsanalysen er å få innsikt i selskapets regnskapsføringen samt å bruke enkle matematiske teknikker til å forstå historisk rapporteringen, nåværende posisjon i markedet og framtidsutsiktene til selskapet. (Knivsflå, 2016c)

Finansregnskapet til en virksomhet benyttes både internt i virksomheten og eksternt. Regnskapet utarbeides internt for å registrere og måle driftens underliggende økonomiske forhold. Eksterne aktører kan benytte seg av finansregnskapet til å analysere virksomheten. Ved hjelp av analysen kan brukerne kan få innsikt og øke forståelsen av de underliggende økonomiske forholdene i virksomheten samt øke innsikten om selskapets risiko og superrentabilitet. (Knivsflå, 2016c)

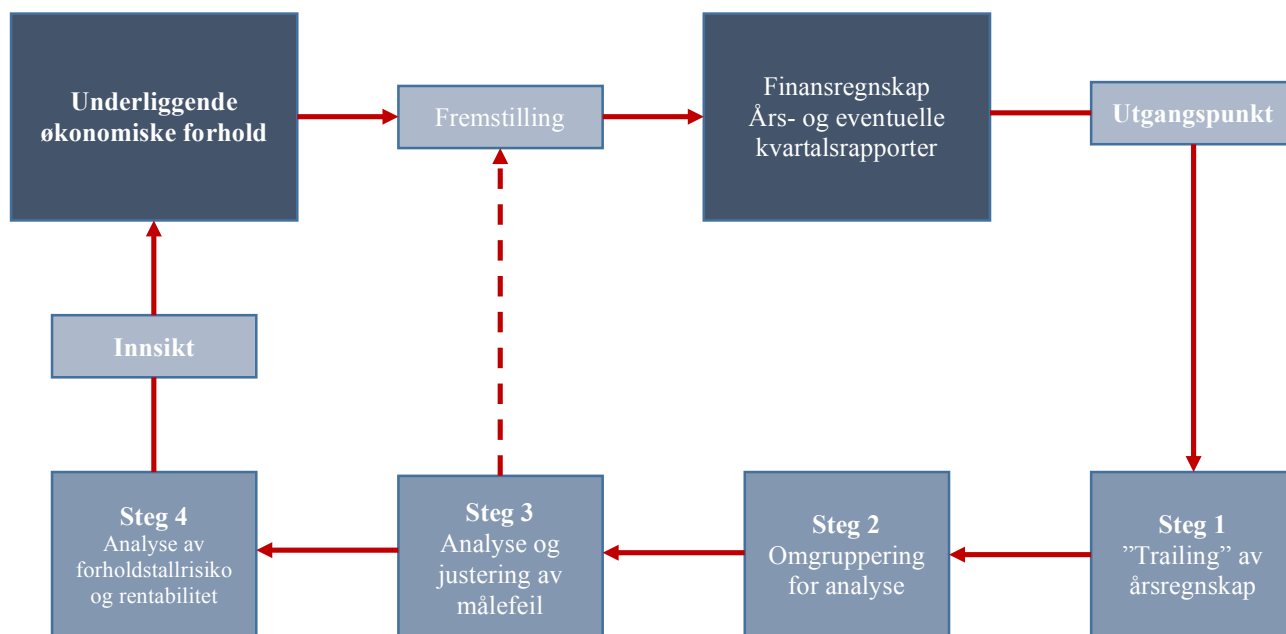
Ettersom det eksisterer mange forskjellige brukere av et regnskap kan den eksterne analysen ha ulike fokusområder. Som regel er det kapitalinnskytere som er mest interessert i den eksterne analysen og vi skiller dermed mellom investororientert og kreditororientert regnskapsanalyse. Den investororienterte analysen fokuserer på å finne verdien til egenkapitalen samt om inntjeningen til kapitalen er større enn avkastningskravet, altså om selskapet besitter en superrentabilitet. Kreditororientert analyse har som hovedmål å avdekke om verdien av eiendelene er stor nok til å dekke selskapets gjeld ved eventuelle betalingsproblemer. Analysen fokuserer også på å avdekke om lånerenten reflekterer selskapets konkurrisiko. (Knivsflå, 2016c) I vår oppgave skal vi analysere NRS som en helhet, men hovedfokuset vårt vil ligge på de investororienterte målsetningene.

5.1 Presentasjon av rammeverket

Vi vil ta utgangspunkt i det fundamentale rammeverket til Knivsflå under gjennomføringen av regnskapsanalysen. Som illustrert i figur 5-1 består rammeverket av fire steg og tar utgangspunkt i selskapets års- og eventuelle kvartalsrapporter. Det første steget består av å traile årsregnskapet slik at vi kan inkludere regskapstallen for 2016 i analysen. Siste offisielle kvartalsrapport som foreligger for NRS er andre kvartal og vi vil dermed gjennomføre trailing for tredje og fjerde kvartal i 2016. Det andre steget består av å omgruppere regnskapstallene

slik at de blir investororientert. Videre består det tredje steget av justering og analyse av målefeil, mens det fjerde steget innebærer å analysere forholdstallrisiko og rentabilitet.

(Knivsflå, 2016c)



Figur 5-1 Rammeverk regnskapsanalyse (Knivsflå, 2016c)

Før vi starter på den kvantitative regnskapsanalysen må vi fastsette virksomhetens analysenivå, analyseperiode og komparative selskaper. (Knivsflå, 2016c)

5.1.1 Valg av analysenivå

Valg av analysenivå omhandler hvorvidt selskapet skal analyseres som en enkel enhet eller flere enheter. Valget avhenger av selskapets forretningsområder, i hvilken grad forretningsområdene er ulike og tilgjengelig regnskapsinformasjon om de ulike forretningsområdene. Dersom selskapet skal analyseres som en enhet må det videre avklares om virksomheten skal analyseres på mor- eller konsernnivå. (Knivsflå, 2016c)

Som nevnt i kapittel 2 består NRS av to forretningsområder, oppdrett og salg og markedsføring. Selv om selskapet består av ulike segmenter mener vi at disse er så nært beslektet at det gir størst nytte å analysere NRS som en enhet. Dermed må vi videre avgjøre om vi skal analysere konsernregnskapet eller selskapsregnskapet til mor. Det mest hensiktsmessige er å analysere konsernregnskapet da dette regnskapet gir et bedre bilde av

virksomheten som helhet. (Knivsflå, 2016c) Vi velger dermed å analysere konsernregnskapet til NRS.

5.1.2 Valg av analyseperiode

Valg av analyseperiode avhenger av hvor konjunkturfølsom bransjen er samt stabiliteten til selskapet. I en konjunkturfølsom bransje vil en lengre analyseperiode representere bransjen bedre ettersom både positive og negative konjunkturer tas med i perioden. Stabiliteten til selskapet vil avhenge av antall og type endringer de siste årene. En stabil virksomhet som har hatt samme driftsområde over lang tid bør benytte seg av en lengre analyseperiode enn en labil virksomhet. En virksomhet som har utviklet seg mye de siste årene bør velge en kortere analyseperiode da de eldre regnskapstallene er lite representative for dagens virksomhet. (Knivsflå, 2016c)

Siden etableringen i 1992 har NRS sin utvikling vært preget av flere oppkjøp, fusjoner og emisjoner. Etter børsnoteringen i 2011 har selskapet derimot vært mer stabilt uten store endringer. Med utgangspunkt i stabiliteten til selskapet vil det være mest hensiktsmessig å analysere tallene fra og med 2011. Videre må vi også ta hensyn til konjunktursvingningene i bransjen. Oppdrettsbransjen kan kategoriseres som syklisk da bransjen følger lakseprisen. En syklisk bransje taler for en lengre analysehorisont slik at analyseperioden inkluderer både oppgangs- og nedgangskonjunkturer. (Knivsflå, 2016c) Med bakgrunn i figur 2-4 som illustrer utviklingen i lakseprisene mener vi at perioden 2010-2015 gir et representativt bilde av syklusene i bransjen. Dermed velger vi å analysere regnskapstall fra 2010 til 2016T da vi anser dette som en passende periode tatt i betraktning både selskaps- og bransjeforhold.

5.1.3 Valg av komparative selskaper

For å kunne vurdere selskapets prestasjon må vi ha en målestokk å sammenligne resultatene med. Denne målestokken består av komparative selskaper som danner et bransjegjennomsnitt. Det kan videre diskuteres om selskapet selv skal være med i bransjegjennomsnittet eller ikke da det er fare for at selskapet delvis blir sammenlignet med seg selv. (Knivsflå, 2016c) I vårt tilfelle utgjør NRS en såpass liten andel av markedet at det ikke vil innebære en stor forskjell om selskapet er med i bransjegjennomsnittet eller ikke. Vi velger dermed å ta med NRS i

bransjegjennomsnittet da sannsynligheten for at selskapet blir sammenlignet med seg selv er liten.

Komparative virksomheter til NRS er selskaper som driver med oppdrett i Norge og virksomheter som operer innenfor de samme markedene som NRS. Som tidligere nevnt eksporterer NRS mesteparten av sin oppdrettsfisk til Europa. Oppdrettsmarkedet i Europa er sterkt preget av norske selskaper og vi kan dermed avgrense de komparative selskapene til å omhandle norske oppdrettsselskaper. Vi har dermed valgt å sammenligne NRS med Marine Harvest, SalMar, Lerøy Seafood og Grieg Seafood som er store og stabile norske oppdrettsselskaper. NRS er en liten virksomhet sammenlignet med de komparative selskapene, spesielt i forhold til Marine Harvest som er markedsledende. Hvis vi beregner selskapsstørrelse ut ifra markedsandeler er Grieg Seafood det mest komparative selskapet etterfulgt av Lerøy Seafood, SalMar og til slutt Marine Harvest. Marine Harvest er den største aktøren i bransjen med omsetning som er omtrent like stor som de andre selskapene i bransjegjennomsnittet sin omsetning tilsammen. Dermed vil gjennomsnittet i stor grad være representert av Marine Harvest hvilket kan tale for at selskapet bør utelates fra bransjegjennomsnittet. Likevel vil en utelatelse gjøre sammenlikningsgrunnlaget dårligere da Marine Harvest er dominerende i markedet.

5.2 Presentasjon av rapporterte tall

I dette delkapittelet skal vi presentere resultatregnskapet, balansen og endringen i egenkapitalen til NRS over analyseperioden. Alle tall er hentet fra offisielle års- eller kvartalsrapporter for perioden 2010 til 2016 og oppgitt i NOK 1000. Kvartalsrapportene gir kun foreløpige tall og er mindre detaljerte enn årsrapportene. Dermed er disse kun benyttet til å gjennomføre trailingen for 2016. NRS fører regnskap etter IFRS og har en regnskapsoppstilling i henhold til IAS1. For å gjøre regnskapet mer investororientert har vi valgt å presentere det tabulerte regnskapet. Ved utarbeidelsen av dette har vi omgruppert for å skille drifts- og finansposter samt unormale og normale poster. Tallene som er presentert i henholdsvis tabell 5-1, 5-2 og 5-3 danner grunnlaget for vår regnskapsanalyse.

Alle tall i 1000 NOK							
Resultatregnskap for konsernet	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T
Driftsinntekter	2 002 085	1 734 022	1 744 266	2 603 712	2 599 799	3 210 548	4 298 146
Varekostnader	-1 748 681	-1 549 263	-1 540 290	-2 137 934	-2 175 278	-2 707 071	-3 307 771
Lønnskostnader	-47 443	-60 594	-71 764	-85 627	-104 557	-113 268	-145 422
Andre driftskostnader	-50 147	-50 865	-71 428	-88 203	-84 577	-103 288	-94 325
Driftsresultat før avskrivning og verdijustering av biologiske eiendeler - EBITDA	155 814	73 300	60 784	291 948	235 387	286 921	750 628
Avskrivninger	-18 555	-26 043	-30 449	-33 728	-41 412	-53 697	-63 536
Driftsresultat før unormale poster	137 259	47 257	30 335	258 220	193 975	233 224	687 092
Nedskrivninger	-12 851						
Virkelig verdijustering	26 339	-70 627	49 428	94 725	57 456	24 416	-84 394
Netto andre unormale driftsinntekter/-kostnader	-1 618	-2 500	-9 919	-2 219	-35 911	-31 330	-18 000
Driftsresultat - EBIT	149 129	-25 870	69 844	350 726	215 520	226 310	584 698
<i>Netto resultat tilknyttet selskap – normalt</i>	18 905	19 090	-376	23 664	27 768	28 776	74 437
<i>Netto resultat tilknyttet selskap – unormalt</i>	867	-20 779	10 840	5 170	-632	-6 022	6 500
<i>Finansinntekt - normal</i>	704	338	422	338	935	882	750
<i>Finanskostnad - normal</i>	-19 466	-28 363	-35 928	-31 321	-22 434	-24 859	-20 297
<i>Unormalt finansresultat</i>	18 786	38 418	-4 054	47 715	99 550	44 994	118 465
Resultat før skatt, diskontinuerlig virksomhet og minoritet	168 925	-17 166	40 748	396 292	320 707	270 081	764 554
<i>Skattekostnad - normal</i>	-36 895	15 592	-8 997	-80 487	-52 422	-32 498	-118 783
<i>Skattekostnad - unormal</i>	97	-44	-133				
Resultat før diskontinuerlig virksomhet og minoritet	132 127	-1 618	31 618	315 805	268 285	237 583	645 771
<i>Resultat fra diskontinuerlig virksomhet</i>							
<i>Netto minoritetsresultat - normal</i>	8 599	-3 759	3 428	13 371	13 936	7 950	15 426
<i>Netto minoritetsresultat - unormal</i>							
Årsresultat	123 528	2 141	28 190	302 434	254 349	229 633	630 345
<i>Andre driftsrelaterte resultatелеment</i>			4 271	-798	-6 665	4 749	
<i>Andre finansrelaterte resultatелеment</i>	23 132	-23 132	2 573	-7 325	-18 306	-362	40 236
Totalresultat	146 660	-20 991	35 034	294 311	229 378	234 020	670 581
Foreslått utbytte	-5 430	-34 711		-43 542	-93 332	-65 353	-111 773

Tabell 5-1 Tabulert resultatregnskap til NRS i perioden 2010-2016T, unormale poster er markert med grått

I det tabulerte resultatregnskapet i tabell 5-1 har vi lagt inn en post kalt ”virkelig verdijustering”. Denne posten er en samlepost og beskriver de virkelige verdijusteringene NRS har foretatt gjennom året. Posten inkluderer endring i virkelig verdi knyttet til biomasse samt endring i tapsavsetning av salgskontrakter og endring i verdier knyttet til finansielle Fish Pool kontrakter. Verdijusteringen i 2016T er justeringen NRS har rapportert for første og andre kvartal i 2016.

Alle tall i 1000 NOK							
Eiendeler	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T
Anleggsmidler							
Konsesjoner	498 287	502 887	502 887	502 887	648 887	648 887	648 887
Sum immaterielle eiendeler	498 287	502 887	502 887	502 887	648 887	648 887	648 887
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	3 392	4 021	4 103	5 474	12 746	12 866	13 192
Maskiner og anlegg	56 154	89 013	95 457	115 370	164 139	175 233	179 669
Båter og flytende anlegg	48 708	76 089	72 486	84 475	105 299	157 106	161 083
Andre driftsmidler	5 683	8 187	6 853	5 235	6 868	12 742	13 065
Sum varige driftsmidler	113 937	177 310	178 899	210 554	289 052	357 947	367 008
Investering i tilknyttet selskap	114 136	96 087	110 860	132 758	150 155	169 991	209 186
Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg	34 053	3 385	3 335	1 395	1 895	395	486
Andre langsiktige fordringer	3 760	3 766	4 673	3 127	3 000	20 000	24 611
Sum finansielle anleggsmidler	151 949	103 238	118 868	137 280	155 050	190 386	234 283
Sum anleggsmidler	764 173	783 435	800 654	850 721	1 092 989	1 197 220	1 250 178
Omløpsmidler							
Varelager	15 219	18 851	20 816	27 038	40 270	40 630	52 648
Biologiske eiendeler	385 975	387 880	525 739	639 238	808 674	829 928	743 821
Sum varer	401 194	406 731	546 555	666 276	848 944	870 558	796 469
Kundefordringer	253 912	227 901	286 918	412 148	421 691	500 689	500 691
Andre kortsiktige fordringer	40 811	43 021	31 545	68 735	174 344	100 438	100 439
Sum kortsiktige fordringer	294 723	270 922	318 463	480 883	596 035	601 127	601 130
Kontanter og kontantekvivalenter	4 748	6 205	9 854	53 732	61 494	201 339	188 587
Sum omløpsmidler	700 665	683 858	874 872	1 200 891	1 506 473	1 673 024	1 586 186
Sum eiendeler	1 464 838	1 467 293	1 675 526	2 051 612	2 599 462	2 870 244	2 836 364
Alle tall i 1000 NOK							
Egenkapital og gjeld	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T
Egenkapital							
Aksjekapital	37 229	39 611	43 572	43 572	43 572	43 572	43 472
Egne aksjer	-9	-1 467		-30	-34	-71	
Annen innskutt og opptjent egenkapital	485 189	402 354	522 628	771 090	905 587	1 070 287	1 299 836
Overkursfond	15 525	54 936					
Sum egenkapital henført til eierne av morselskapet	537 934	495 434	566 200	814 632	949 125	1 113 788	1 343 308
Ikke kontrollerende eierinteresser	41 862	37 229	40 984	54 357	64 781	72 730	24 381
Sum egenkapital	579 796	532 663	607 184	868 989	1 013 906	1 186 518	1 367 689
Gjeld og forpliktelser							
Pensjonsforpliktelser	7 719	8 480	9 854	10 320	18 733	12 480	12 480
Utsatt skatt	173 610	153 784	161 753	231 640	272 742	303 485	370 409
Langsiktig rentebærende gjeld	282 481	320 884	328 292	323 084	518 788	653 361	290 038
Sum langsiktig gjeld og forpliktelser	463 810	483 148	499 899	565 044	810 263	969 326	672 927
Kortsiktig rentebærende gjeld	148 259	217 054	247 637	184 530	182 089	46 519	45 401
Leverandørgjeld	254 338	219 868	292 655	382 944	426 331	530 430	469 223
Betalbar skatt	1 136		780	8 313	2 031	3 180	5 764
Annen kortsiktig gjeld	17 499	14 560	27 371	41 792	164 842	134 271	275 360
Sum kortsiktig gjeld og forpliktelser	421 232	451 482	568 443	617 579	775 293	714 400	795 748
Sum gjeld og forpliktelser	885 042	934 630	1 068 342	1 182 623	1 585 556	1 683 726	1 468 675
Sum egenkapital og gjeld	1 464 838	1 467 293	1 675 526	2 051 612	2 599 462	2 870 244	2 836 364

Tabell 5-2 Balansen til NRS i perioden 2010-2016T

Alle tall i 1000 NOK							
Endring i egenkapital	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T
EK 01.01	365 588	537 934	495 434	566 200	814 632	949 125	1 113 788
Totalresultat	146 660	-20 991	35 034	294 311	229 378	234 020	670 581
Betalt utbytte	-5 430	-34 711		-43 542	-93 332	-65 353	-111 773
Netto kapitalinnskudd	31 230	17 521	43 586	-2 336	-1 389	-3 838	-26 198
Driftsrelatert dirty surplus			-4 857				-303 824
Finansrelatert dirty surplus	-114	-4 320	-2 999		-163	-165	737
EK 31.12	537 934	495 434	566 200	814 632	949 125	1 113 788	1 343 308

Tabell 5-3 Endringen i egenkapitalen til NRS i perioden 2010-2016T

Driftsrelatert dirty surplus i 2016T oppstår som følge av trailingen. Posten vil bli presentert nærmere i delkapittel 5.3.2.

5.3 Trailing

Det første steget i regnskapsanalysen er trailing. Siste offisielle årsrapport for NRS er nesten ett år gammel hvilket innebærer at tallene i denne rapporten kan anses som gammel informasjon. Ved hjelp av trailing kan vi estimere regnskapstallene for 2016 og dermed få et tallgrunnlag som er mer aktuelt for vår analyse.

NRS er pliktig etter IFRS 34 å utarbeid kvartalsregnskap. Hensikten med kvartalsregnskapet er å gi brukerne hyppigere oppdateringer på resultat og økonomisk aktivitet i selskapet. Andre kvartalsrapport er siste offisielle rapport utgitt av NRS hvilket innebærer at vi må traile tredje og fjerde kvartal. Vi bruker dermed kvartalsrapportene utgitt i 2016 sammen med de to siste kvartalsrapportene fra 2015 til å gjennomføre en trailing av regnskapsåret 2016. Det er viktig å påpeke at kvartalsrapportene er mindre detaljerte enn årsrapportene hvilket øker risikoen for feil i den fundamentale verdsettelsen. Likevel mener vi det er hensiktsmessig å gjennomføre en trailing da utviklingen i oppdrettsbransjen har vært såpass stor de to første kvartalene i 2016 at tallene i årsrapporten for 2015 er udatert. I det følgende skal vi beskrive nærmere i detalj hvordan vi har gjennomført trailingen av regnskapstallene for NRS.

For å få en konsistent analyse har vi også gjennomført en trailing av regnskapet og balansen til de komparative selskapene for 2016T.

5.3.1 Resultatregnskapet

5.3.1.1 Normale driftsrelaterte poster

Under utregningen av trailingen til normale driftskostnader benytter vi oss av kvartalstallene for de to første kvartalene i 2016 samt vekstjusterte kvartalstall fra de to siste kvartalene i 2015.

$$2016T = (Q_{1_{16}} + Q_{2_{16}}) + ((Q_{3_{15}} + Q_{4_{15}}) * (1 + g))$$

$$g = \left(\frac{Q_{1_{16}} + Q_{2_{16}}}{Q_{1_{15}} + Q_{2_{15}}} \right) - 1$$

2016T = traillet tall for regnskapsåret 2016, Q1 – Q4 = første til fjerde kvartal, g = vekst

Vekstjusteringen er basert på kvartalsvis vekst fra 2015 til 2016. Dersom denne veksten anses som urimelig vil vi overstyre den slik at normale resultatposter for 2016 blir representative. (Knivsflå, 2016c)

Hva som anses som en urimelig vekst kan være vanskelig å anslå. Veksten i driftsinntektene fra første og andre kvartal i 2015 til 2016 er på hele 34%. Isolert sett kan dette ikke betraktes som en normal vekst. Det er likevel viktig å se på veksten sammen med situasjonen i oppdrettsbransjen. Lakseprisen har steget mye i 2016 og gjennomsnittlig pris for første og andre kvartal i 2016 er 53% høyere enn for samme periode i fjor. (Fish Pool, 2016c) Videre forventes det at gjennomsnittlig laksepris for 2016 vil bli 63,02 kr hvilket er en økning på 50% fra gjennomsnittlig pris i 2015 som var 42,09 kr. Ettersom den viktigste faktoren for driftsinntektene er lakseprisen kan en driftsinntektsvekst i 2016 på 34% anses som rimelig. Det skal også nevnes at flere selskaper har nedjustert forventet produksjon for året grunnet langvarige lusproblem. Så langt er NRS ikke ett av selskapene som har fått varsel om å mulig produksjonsreduksjon fra mattilsynet, men at lusproblemet har økt høsten 2016 vil også påvirke NRS. (Mattilsynet, 2016b) Følgelig mener vi at inntektsveksten ikke bør settes høyere enn 34% selv om prisveksten er oppe i 50%.

Forventet varekostnadsvekst for 2016 basert på kvartalstallene er 19%. Vi mener at denne veksten er for lav tatt i betraktning inntektsveksten. Over analyseperioden har kostnadsnivået og inntektsnivået hatt en relativ lik utvikling og som illustrert i kapittel 2 har varekostnadene økt i takt med lakseprisen. I kapittel 4 kom vi frem til at leverandørene har forhandlingsmakt

og følgelig forventer vi at kostnadene på fôr og andre varer vil øke i 2016. Videre vil dagens problemer knyttet til lus og sykdommer også medføre ett høyere kostnadsnivå. Følgelig mener vi at en varekostnadsvekst på 25% for 2016T er mer representativt.

Vi har også valgt å overstyre vekstjusteringen i lønnskostnadene og andre kostnader. Vi mener at en lønnskostnadsøkning på 39% er for ekstrem og at en vekst på 4% i andre kostnader er for lav tatt i betraktning utviklingen over analyseperioden. Følgelig har vi valgt å overstyre disse til henholdsvis 20% og 15% da vi mener at dette representerer en mer riktig vekst i postene for 2016T. Til slutt har vi også overstyrt vekstjusteringen til netto resultat i tilknyttet selskap. Resultatet har gått fra -2243 i første og andre kvartal i 2015 til 39 410 i 2016 hvilket tilsvarer en vekst på 1857%. Vi velger følgelig å nedjustere denne og setter veksten lik driftsinntektsveksten på 34%.

5.3.1.2 Unormale poster

En unormal post ikke vil være regelmessig og kan dermed heller ikke predikeres i regnskapet. Følgelig vil vi ikke benytte oss av tall fra fjorårets regnskap på unormale poster. Unormale poster blir heller ikke vekstjustert og summen av verdien fra Q1-Q2 føres i trailingregnskapet uten justering. (Knivsflå, 2016c)

5.3.1.3 Normale finansrelaterte poster

Normale finansrelaterte poster består av finansinntekter og finanskostnader. Grunnlaget for utregningen av trailingen er finansielle eiendeler og gjeld i 2015 samt en estimert rente for trailingåret. Renten estimeres ved å fremskrive en rente fra 2015 til 2016. (Knivsflå, 2016c)

$$FI_{16T} = \left(\frac{FI_{Q1_{16}+Q2_{16}}}{FE_{15}} \right) * \left(\frac{4}{2} \right) * FE_{15}$$

$$FK_{16T} = \left(\frac{FK_{Q1_{16}+Q2_{16}}}{FG_{15}} \right) * \left(\frac{4}{2} \right) * FG_{15}$$

FI = finansinntekter, FE = finansielle eiendeler, FK = finanskostnader, FG = finansiell gjeld

Som tidligere nevnt er kvartalsrapportene mindre detaljert enn årsrapportene. NRS rapporterer ikke kildene til resultatet til de finansielle eiendelene i noter i kvartalsrapportene og følgelig vet vi ikke hva finansinntektene i første og andre kvartal er for virksomheten. Dermed trailer vi finansinntektene ved å finne den effektive finansinntektsrenten i 2015 og benytter denne som estimert rente for trailing året. Videre multipliserer vi satsen med kontantene i balansen og finner således totale finansinntekter for 2016T. NRS rapporterer spesifikt finanskostnadene i kvartalsrapportene og følgelig kan vi benytte Knivsflå sin formel til å beregne finanskostnadene i trailingåret.

5.3.1.4 Skattekostnaden

Ved utregningen av skattekostnadene i trailingen forutsetter vi at driftsresultatet skattlegges med driftsskattesatsen. Videre forutsettes det at finansinntekter og unormalt finansresultat har en effektiv skattesats, *fiss*, samt at finanskostnadene har en effektiv skattesats, *fkss*. (Knivsflå, 2016c)

$$\text{Driftsskattesats} = \frac{\text{Normal skattekostnad} - \text{Skatt på finansresultat}}{\text{Driftsresultat}}$$

$$SK_{16T} = \left(dss_{Q_{16}+Q_{216}} * \left(\frac{2}{4}\right) + dss_{Q_{15}} * \left(\frac{2}{4}\right) \right) * DR + fiss * (FI + UFR) - fkss * FK$$

SK = skattekostnad, *dss* = driftsskattesatsen, *DR* = driftsresultat, *fiss* = effektiv skattesats finansinntekter, *FI* = finansinntekter, *UFR* = unormalt finansresultat, *fkss* = effektiv skattesats finanskostnader, *FK* = finanskostnader

5.3.2 Balansen

Trailingen til balansen består av balansepostene fra siste kvartal. Dette medfører at regnskapstallene i balansen fra andre kvartal i 2016 utgjør balansen for 2016T.

$$2016T = Q_{216}$$

En svakhet ved å kun benytte balansepostene fra siste kvartal er at endringer fra et kvartal til et annet kan få stor betydning for videre analyser. NRS nedbetaler en stor del av selskapets langsiktige gjeld i andre kvartal i 2016. Følgelig reduseres den langsiktige gjeldsposten i balansen til 2016T med hele 55% sammenlignet med balansen i 2015. Sist gang selskapet

hadde så lite gjeld var i 2010. Som tidligere nevnt er oppdrettsbransjen en kapitalintensiv bransje og det foreligger gunstige lånevilkår i dagens marked. Det kan dermed diskuteres om det kanskje er naturlig at selskapet tar opp et nytt lån i løpet av året. En slik justering vil kun være basert på spekulasjon og følgelig vil usikkerheten i trailingen øke. Vi velger dermed å følge metoden i det fundamentale rammeverket, men vi ønsker å påpeke at en betydelig reduksjon i langsiktig gjeld vil få konsekvenser for videre analyser.

Av tabell 5-2 kan vi lese at NRS i 2016 har en økning i posten annen kortsiktig gjeld på over 100%. Dette må anses som en unormal økning spesielt tatt i betraktning den store nedbetalingen av selskapets langsiktige gjeld. I henhold til notene i årsregnskapet til NRS består annen kortsiktig gjeld blant annet av skyldige offentlige avgifter, urealiserte valutaterminkontrakter og urealisert tap på fysiske salgskontrakter. Dermed kan økningen i gjeldsposten blant annet skyldes en økning i tap knyttet til valutaterminkontraktene som følge av en svak norsk krone. Ettersom kvartalsrapportene er mangelfulle når det gjelder noter får vi ikke oppgitt hva økningen i 2016 skyldes. Økningen i gjelden vil blant annet få konsekvenser for driftsrelatert arbeidskapital som vi skal presentere senere i kapittelet. Igjen kan det diskuteres om en justering av posten kan være hensiktsmessig da NRS kan redusere posten før årsslutt.

Vi møter også på et problem knyttet til endringen i egenkapitalen ved trailingen. Endringene i egenkapitalen skyldes blant annet endringen i totalresultatet. Ettersom vi ikke predikerer egenkapitalen per 31.12.16, men fastsetter verdien basert på rapporterte tall per 30.06.16 vil ikke totalresultatet for tredje og fjerde kvartal være inkludert i trailingen av egenkapitalen. Totalresultatet i resultatregnskapet er derimot beregnet for alle fire kvartalene ettersom vi har foretatt en vekstjustering basert på tredje og fjerde kvartal i 2015. Følgelig vil det oppstå en differanse mellom resultatregnskapet og balansen som vi må ta hensyn til for at regnskapet skal gå opp. Problemet løser vi å klassifisere estimert totalresultat i tredje og fjerde kvartal i 2016 som driftsrelatert dirty surplus, dvs. å føre resultatet direkte mot egenkapitalen som vist i tabell 5-3. (Knivsflå, 2016c)

Det er dermed en stor usikkerhet knyttet til trailingen og spesielt til trailingen av balansen ettersom tallene ikke er justert for de to kommende kvartalene. Da trailingen til balansen kun baserer seg på tallene fra andre kvartal er denne allerede presentert i tabell 5-2. I tabell 5-4 er utregningen av trailing til resultatregnskapet til NRS presentert.

Alle tall i 1000 NOK Resultatregnskap for konsernet	2016		2015		Trailing uten vekst	Vekst- justering	2016T	Vekst i år
	Q1-Q2	Q1-Q4	Q1-Q2	Q3-Q4				
Driftsinntekter	1 933 750	3 210 548	1 444 436	1 766 112	3 699 862	598 284	4 298 146	34%
Varekostnader	-1 453 205	-2 707 071	-1 223 418	-1 483 653	-2 936 858	-370 913	-3 307 771	25%
Lønnskostnader	-70 031	-113 268	-50 442	-62 826	-132 857	-12 565	-145 422	20%
Andre driftskostnader	-59 198	-103 288	-57 091	-46 197	-105 395	-6 930	-94 325	15%
Driftsresultat før avskrivning og verdjustering av biologiske eiendeler - EBITDA	351 316	286 921	113 485	173 436	524 752	207 876	750 628	
Avskrivninger	-29 686	-53 697	-25 089	-28 608	-58 294	-5 242	-63 536	18%
Driftsresultat før unormale poster	321 630	233 224	138 574	202 044	583 046	213 118	687 092	
Nedskrivninger								
Virkelig verdjustering	-84 394	24 416	-127 175	151 591	-84 394		-84 394	
Netto andre unormale driftsinntekter/-kostnader		-31 330		-31 330			-18 000	
Driftsresultat - EBIT	237 236	226 310	11 399	322 305	498 652	213 118	584 698	
Netto resultat tilknyttet selskap – normalt	39 410	28 776	-2 243	31 019	70 429	10 508	74 437	34%
Netto resultat tilknyttet selskap – unormalt	6 500	-6 022			6 500		6 500	
Finansinntekt - normal		882		882	750		750	
Finanskostnad - normal	-10 133	-24 859	-12 750	-12 109	-20 297		-20 297	
Unormalt finansresultat	118 465	44 994	-3 834	48 828	118 465		118 465	
Resultat før skatt, diskontinuerlig virksomhet og minoritet	391 478	270 081	-7 428	390 925	674 500		764 554	
Skattekostnad - normal	-56 905	-32 498	13 960	-46 458			-118 783	
Skattekostnad - unormal								
Resultat før diskontinuerlig virksomhet og minoritet	334 573	237 583	6 532	344 467	674 500		645 771	
Netto minoritetsresultat - normal	8 052	7 950	576	7 373	7 374		15 426	
Netto minoritetsresultat - unormal								
Årsresultat	326 521	229 633	5 956	337 094	667 126		630 345	
Andre driftsrelaterte resultatelement		4 749		4 749				
Andre finansrelaterte resultatelement	40 236	-362	2 499	-5 340	40 236		40 236	
Totalresultat	366 757	234 020	8 455	336 503	707 362		670 581	

Tabell 5-4 Utregningen av trailingen i resultatregnskapet til NRS i 2016T

5.4 Omgruppering for analyse

Hensikten med omgrupperingen er å klargjøre regnskapet for videre analyse av lønnsomhet og vekst. Regnskapsoppsittingene etter IFRS har fokus på forhold som er viktige ved en kreditororientert analyse. Følgelig må vi omgruppere regnskapet slik at regnskapsoppstillingene passer for en investor- og kreditororientert regnskapsanalyse. Ved en investororientert analyse vil hovedfokuset være rentabilitet og vekst. En omgruppering vil dermed være nødvendig for å finne normalisert verdiskapning og kildene til denne samt utdelingsgrunnlaget til investor og kreditor. (Knivsflå, 2016d)

5.4.1 Omgruppering av resultatregnskapet

Omgrupperingen av resultatet gjennomføres i fire steg. Det første steget innebærer å identifisere fullstendig nettoresultat. Steg to består av å fordele fullstendig nettoresultat på drift, egenkapital og gjeld. Deretter følger steg tre som er å identifisere normale og unormale poster i drift, finans og skatt. Til slutt i steg fire fordeles skattekostnaden på alle resultatene. (Knivsflå, 2016d)

Steg 1, Identifisering av fullstendig nettoresultat

Norway Royal Salmon rapporterer etter IFRS hvilket medfører at alle inntekter og kostnader skal resultatføres med mindre standardene krever eller tillater noe annet. (European Commission, 2011) Andre inntekter inngår følgelig i virksomhetens fullstendige nettoresultat. Inntektene føres ikke til årsresultatet, men under posten annet fullstendig resultat som inngår i totalresultatet. Det eksisterer også inntekter og kostnader som føres direkte mot egenkapitalen. Slik poster kalles ”dirty surplus” og er brudd på kongruensprinsippet om at alle inntekter og kostnader skal resultatføres. Ved å legge annet fullstendig resultat og dirty surplus til det rapporterte årsresultatet kan vi finne selskapets fullstendige nettoresultat. (Knivsflå, 2016d) Det fullstendige nettoresultatet til NRS er presentert i tabell 5-5.

$$FNR = \text{ÅRE} + \text{AFR} + \text{DSP}$$

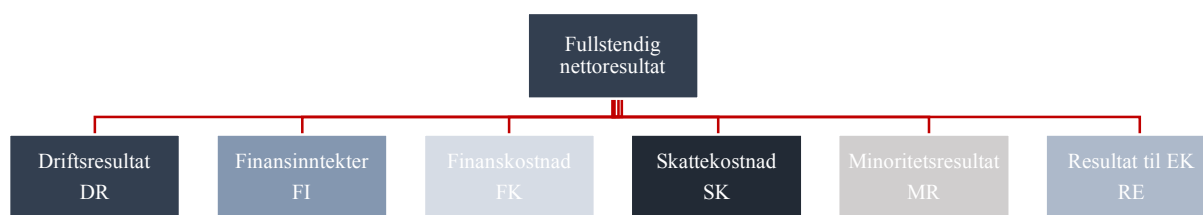
FNR = fullstendig nettoresultat, ÅRE = rapportert årsresultat, AFR = annet fullstendig resultat, DSP = dirty surplus

Fullstendig nettoresultat		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T
Årsresultat majoritet	ÅRE	123 528	2 141	28 190	302 434	254 349	229 633	630 345
Annet fullstendig resultat	AFR	23 132	-23 132	6 844	-8 123	-24 971	4 387	40 236
Rapportert totalresultat		146 660	-20 991	35 034	294 311	229 378	234 020	670 581
Driftsrelatert dirty surplus	DDSP			-4 857				-303 824
Finansrelatert dirty surplus	FDSP	-114	-4 320	-2 999		-163	-165	737
Fullstendig nettoresultat	FNR	146 546	-25 311	27 178	294 311	229 215	233 855	367 494

Tabell 5-5 Fullstendig nettoresultat til NRS i perioden 2010-2016T

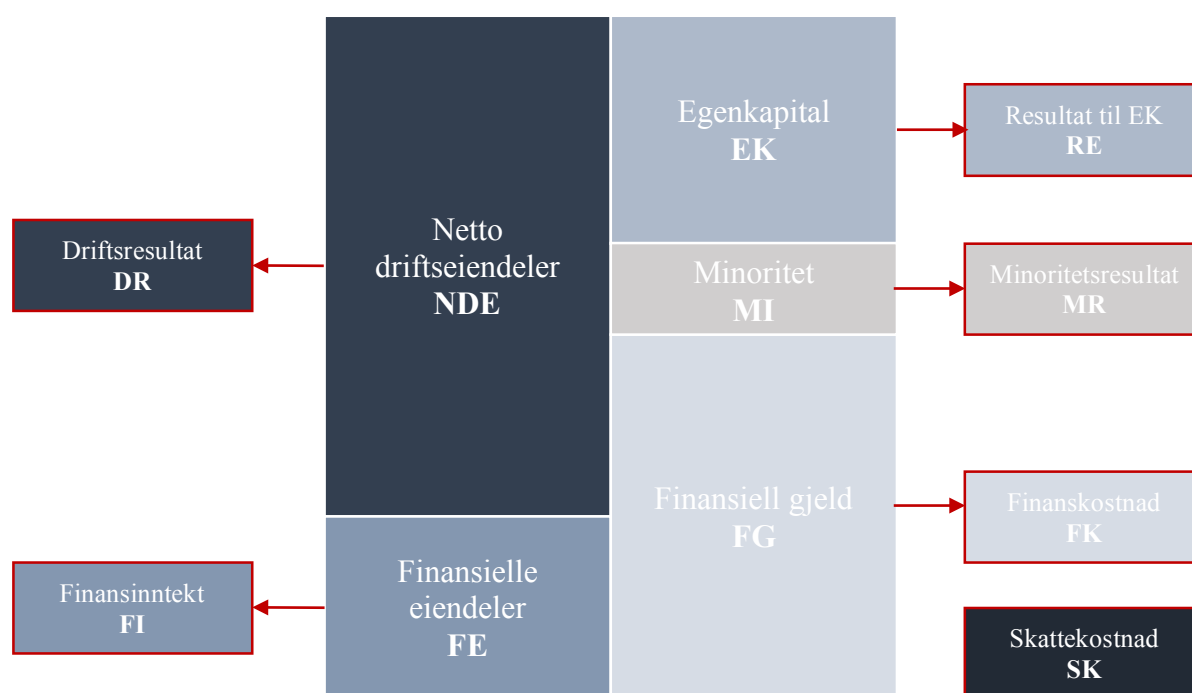
Steg 2 Fordeling av fullstendig nettoresultat

For å finne kildene til verdiskapningen i selskapet fordeler vi fullstendig nettoresultat slik figur 5-2 viser. Fullstendig nettoresultat kan deles inn i drifts- og finansposter og resultatet kan videre fordeles på de ulike kapitalene i balansen. Denne fordelingen medfører at alle kapitaler i balansen får tildelt sitt resultat før skatt. (Knivsflå, 2016d)



Figur 5-2 Fordeling av fullstendig netto resultat (Knivsflå, 2016d)

Det er videre viktig for forståelsen av verdiskapningen å ha innsikt i samspillet mellom resultatet og balansen. For å koble resultatet og balansen skiller vi mellom drift og finans. Driftseiendeler i balansen må være knyttet sammen med driftsresultat i regnskapet og på samme måte må finansielle eiendeler være knyttet til finansinntektene. (Knivsflå, 2016d)



Figur 5-3 Sammenhengen mellom postene i balansen og resultatet før skatt (Knivsflå, 2016d)

Fullstendig drifts- og finansresultat før skatt er presentert i tabell 5-6. Driftsrelatert dirty surplus i 2012 er relatert til pensjonskostnader. I 2016T får vi et unormalt stort driftsrelatert dirty surplus på over 300 millioner. Årsaken til at dette er som tidligere nevnt endringen i egenkapitalen knyttet til trailingen som ble gjennomført i delkapittel 5.3. Finansrelatert dirty surplus er knyttet til emisjoner i 2010-2012 samt justeringer mot egenkapitalen i tilknyttede selskap i 2012, 2014 og 2015.

Fullstendig driftsresultat		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T
Driftsinntekter	DI	2 028 424	1 663 395	1 793 694	2 698 437	2 657 255	3 234 964	4 213 752
Driftskostnader	DK	-1 879 295	-1 689 265	-1 723 850	-2 347 711	-2 441 735	-3 008 654	-3 629 054
Driftsresultat fra egen virksomhet	DR	149 129	-25 870	69 844	350 726	215 520	226 310	584 698
Resultat fra driftstilknyttet selskap	DTS	19 772	-1 689	10 464	28 834	27 136	22 754	80 937
Driftsresultat fra annet fullstendig resultat	DAFR				-798	-6 665	4 749	
Driftsrelatert dirty surplus	DDSP			-4 857				-303 824
Fullstendig driftsresultat før skatt	FDR	168 901	-27 559	75 451	378 762	235 991	253 813	361 811

Fullstendig finansresultat		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T
Finansinntekt	FI	19 490	38 756	-3 632	48 053	100 485	45 876	119 215
Finanskostnad	FK	-19 466	-28 363	-35 928	-31 321	-22 434	-24 859	-20 297
Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	RD							
Finansielt annet fullstendig resultat	FAFR	23 132	-23 132	2 573	-7 325	-18 306	-362	40 236
Finansrelatert dirty surplus	FDSP	-114	-4 320	-2 999		-163	-165	737
Fullstendig finansresultat før skatt	FFR	23 042	-17 059	-39 986	9 407	59 582	20 490	139 892

Tabell 5-6 Fullstendig drifts- og finansresultat til NRS i perioden 2010-2016T

Steg 3 Identifisering av normale og unormale poster

Ved hjelp av identifisering skal vi finne de normale regnskapspostene som utarbeidelsen av fremtidsregnskapet senere vil bygge på. Dermed vil identifisering av normale og unormale poster være relevant både for kreditor- og investororienterte analyse. (Knivsfå, 2016d)

Normale poster kan kategoriseres som varige og permanente og postene kjennetegnes ved at de gjentar seg periode etter periode. Unormale poster er poster som forekommer sporadisk eller engangsposter som ikke kan predikeres. Ved utarbeidelsen av fremtidsregnskapet er de normale postene essensielle da disse i motsetning til de unormale postene kan si noe om utviklingen til selskapet. Salgsinntekter og varekostnader er eksempler på normale driftsrelaterte poster, mens nedskrivning og restrukturering eksempler på unormale. (Knivsfå, 2016d)

Det er verdsetteren som avgjør om en post er normal eller unormal. Dette medfører at analytikere kan få forskjellige resultat og fremtidsregnskap ved bruk av ulike forutsetninger knyttet til normale/unormale poster. En stabil trend taler for posten er normal, mens en ustabil trend taler for unormal post. (Knivsfå, 2016d) Valget av normale/unormale poster er med på å øke risikoen for feil i verdiestimatet ved bruk av den fundamentale verdivurderingsteknikken. Dermed er det svært viktig å benytte seg av tilgjengelig regnskaps- og noteinformasjon og gjennomføre grundige vurderinger av de ulike postene. I det påfølgende presenterer vi postene i NRS sitt regnskap som vi anser som unormale samt en begrunnelse for valget.

Unormale driftsposter:

- Nedskrivning
- Virkelig verdijustering
- Enkeltstående hendelser
- Annet fullstendig resultat
- Driftsrelatert dirty surplus

Nedskrivning anses som en unormal post da denne kan oppstå sporadisk og er vanskelig å predikere. I NRS sitt tilfelle knytter nedskrivningen seg til hendelser ved driften i region Nord. I 2010 ble det foretatt en nedskrivning i forbindelse med nedleggelsen av en slakterivirksomhet samt en nedskrivning av driftsutstyr i forbindelse med en oppgradering i samme region. Dette er hendelser som kun er foretatt i 2010 hvilket innebærer at de kan kategoriseres som enkeltstående hendelser.

Videre har vi valgt å klassifisere virkelig verdijustering som består av verdijustering av biomasse, Fish Pool kontrakter og tapsavsetning av salgskontrakter som en unormal driftsrelatert post. I følge IAS 41 skal selskapets biomasse justeres løpende ved prisendringer og tilvekst/uttak av biomassen. Dette innebærer at posten må resultatføres hver periode hvilket igjen kan tale for en normal post. Virkelig verdi av biomassen reflekterer markedsprisen på oppdrettslaks. Dette medfører at verdijusteringen er styrt av lakseprisen. Som tidligere nevnt er lakseprisen svært volatil noe som medfører at en prediksjon av verdijustering blir vanskelig. Kontraktene justeres også i henhold til endringer i lakseprisen. Med bakgrunn i dette klassifiserer vi posten som unormal.

Enkeltstående hendelser er hendelser som er uforutsigbare og anses følgelig som unormale. I analyseperioden til NRS er eksempler på enkeltstående hendelser fiskedød i årene 2012, 2014 og 2015 samt tap knyttet til rømming i 2013 og en bot til et av anleggene i 2015. Til slutt har vi to poster som inngår i totalresultatet til konsernet, men ikke i årsregnskapet. Annet fullstendig resultat og driftsrelatert dirty surplus er poster som ikke inngår i det normale resultatet til virksomheten, men i det unormale.

Unormalt driftsresultat	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T
Nedskrivning	-12 851						
Enkelstående hendelser	-1 618	-2 500	-9 919	-2 219	-35 911	-31 330	-18 000
Virkelig verdijustering	26 339	-70 627	49 428	94 725	57 456	24 416	-84 394
Virkelig verdijustering i tilknyttet selskap	867	-20 779	10 840	5 170	-632	-6 022	6 500
Andre driftskostnader		-2 500	-9 919	-2 219	-35 911	-31 330	
Andre driftsrelaterte resultatelement				-798	-6 665	4 749	
Driftsrelatert dirty surplus			-4 857				-303 824
Sum unormale driftsresultat	12 737	-96 406	35 573	94 659	-21 663	-39 517	-399 718

Tabell 5-7 Unormalt finansresultat til NRS i perioden 2010-2016T

Unormale finansposter:

- Unormalt finansresultat
- Andre finansielle resultatelement
- Finansrelatert dirty surplus

Unormalt finansresultat består av ulike finansinntekter og –kostnader. I NRS sitt tilfelle består postene blant annet av gevinster/tap knyttet til valuta, verdijusteringer knyttet til rentebytteavtaler og nedskrivning av finansielle eiendeler. Til slutt har vi postene som inngår i konsernets unormale resultat og som dermed er vanskelig å predikere. For NRS er gevinst/tap knyttet til valutaterminkontrakter et eksempel på en unormal post som faller inn under andre finansielle resultatelement. Videre anses finansrelatert dirty surplus som en unormal post da den føres direkte mot egenkapitalen.

Unormalt finansresultat	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T
Unormalt finansresultat	18 786	38 418	-4 054	47 715	99 550	44 994	118 465
Andre finansielle resultatelement	23 132	-23 132	2 573	-7 325	-18 306	-362	40 236
Finansrelatert dirty surplus	-114	-4 320	-2 999		-163	-165	737
Sum unormalt finansresultat	41 804	10 966	-4 480	40 390	81 081	44 467	159 438

Tabell 5-8 Unormalt finansresultat til NRS i perioden 2010-2016T

Steg 4 Fordeling av skattekostnader

Hensikten med fordelingen av skattekostnadene er å finne nettoresultatet til de ulike kapitalene etter skatt. Dermed skal vi fordele skattekostnaden til virksomheten inn i drift og finans. Etersom aksjegevinster og utbytte er skattefritt på selskapsnivå vil fritaksmodellen påvirke den effektive skattesatsen knyttet til finanspostene. Dette innebærer at den effektive skattesatsen til normalt og unormalt finansresultat vil være lavere enn selskapsskattesatsen. Videre vil realisasjonsprinsippet også påvirke den effektive skattesatsen. Prinsippet sier at urealisert gevinst/tap ikke skattlegges før den realiseres. (Knivsflå, 2016d) NRS har fra 2010 til 2016 kun renteinntekt som normal finansinntekt hvilket medfører at vi anvender selskapsskattesatsen som finansinntektskattesats for alle år.

De effektive skattesatsene benytter vi til å beregne årlig driftsskattesats som igjen danner grunnlaget for den normaliserte driftsskattesatsen. Normalisert driftsskattesats er den gjennomsnittlige driftsskattesatsen til selskapet. Normalisert driftsskattesats utarbeides ved å velge den minst ekstreme verdien av gjennomsnittet eller medianen til driftsskattesatsen for analyseperioden. Driftsskattesatsen beregner vi ved å anvende Knivsflå sin formel.

$$dss = \frac{NSK - f_{iss} * FI - u_{frss} * UFR + f_{kss} * FK}{DR + UDR}$$

dss = driftsskattesats, NSK = netto skattekostnad, f_{iss} = effektiv skattesats finansinntekter, FI = finansinntekter, u_{frss} = skattesats til unormalt finansresultat, UFR = unormalt finansresultat, f_{kss} = effektiv skattesats finanskostnader, FK = finanskostnader, DR = driftsresultat, UDR = unormalt driftsresultat, ndss = normalisert driftsskattesats

Driftsskattesats		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Median	Gjennomsnitt (ndss)
Generell	dss	28,14%	26,39%	28,74%	21,61%	14,55%	11,85%	16,09%	21,61%	21,05%

Tabell 5-9 Driftsskattesatsen til NRS i perioden 2010-2016T

Tabell 5-9 viser driftsskattesatsen til NRS over analyseperioden. I 2010 og 2011 har NRS betydelige skattefrie gevinster fra aksjesalg. Dette medfører at vi ved bruk av Knivsflå sin formel får en driftsskattesats i 2011 som er på over 70%. Da dette igjen får utslag for gjennomsnittlig driftsskattesats har vi valgt å overstyre driftsskattesatsen i 2010 og 2011. Vi har trukket fra den skattefrie gevinsten fra det unormale finansresultatet og følgelig fått skattesatser som er mer representative. Ettersom det er store svingninger i satsene mener vi det er mest hensiktsmessig å benytte den gjennomsnittlige satsen til videre utregning og analyse. Ettersom medianen og gjennomsnittet i vårt tilfelle er relativt like vil ikke valg av sats påvirke endelig verdiestimat i stor grad. I tabell 5-10 presenteres til slutt den fullstendige fordelingen av skattekostnadene i NRS til de ulike postene.

Fordeling av skattekostnad	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T
Normal driftsskattekostnad	-28 895	-9 948	-6 386	-54 360	-40 835	-49 097	-144 644
Skatt på finansinntekt	-197	-95	-118	-95	-252	-238	-188
Skatt på finanskostnad	5 450	7 942	10 060	8 770	6 057	6 712	5 074
Skatt på unormalt driftsresultat	-3 340	19 295	-11 355	-19 993	-3 134	819	16 471
Unormal driftsskatt på normal drift	-9 727	-2 521	-2 333	-1 449	12 621	21 455	34 121
Skatt på unormalt finansresultat	-186	919	1 135	-13 360	-26 879	-12 148	-29 616
Unormal skattekostnad	97	-44	-133				
Rapportert skattekostnad	-36 798	15 549	-9 130	-80 487	-52 422	-32 498	-118 783

Tabell 5-10 Fordeling av skattekostnadene til NRS i perioden 2010-2016T

5.4.2 Omgruppering av balanse

Etter IFRS er balansen i utgangspunktet kreditororientert da fokuset på oppstillingen er knyttet til likviditeten til eiendelene samt forfallstidspunktet til gjelden. Dermed vil det være hensiktsmessig å omgruppere balansen slik at vi får bedre innsikt i hva som skaper verdiene i virksomheten. Verdiskapningen skjer både gjennom sysselsetting og investering av kapital i drift. Ved omgrupperingen ønsker vi dermed å lage et skille mellom eiendeler knyttet til drift og finansiering av investering i driftseiendelene. (Knivsflå, 2016e)

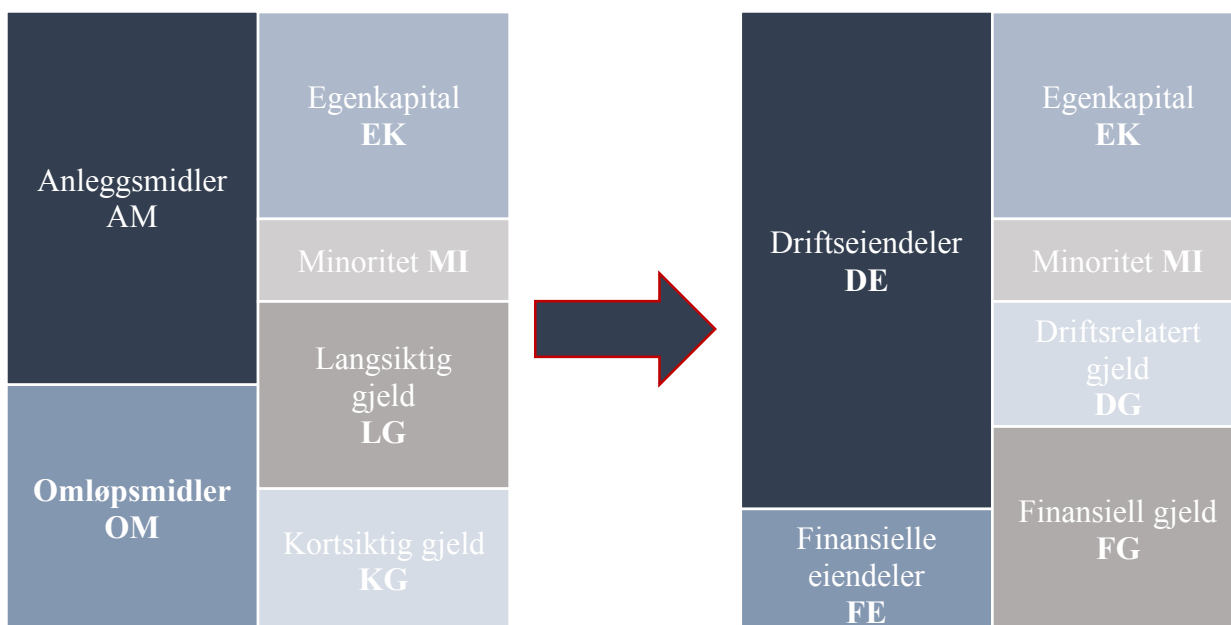
Omgrupperingen av balansen består av totalt 4 steg. Det første steget er å klassifisere eventuelt avsatt utbytte som egenkapital fremfor kortsiktig gjeld. Det andre steget innebærer å skille drift og finans i totalbalansen. Det tredje steget består av å gå fra totalbalanse til sysselsatt kapital, mens det fjerde steg innebærer å gå fra sysselsatt kapital til netto driftskapital. (Knivsflå, 2016e)

Steg 1 Eventuelt avsatt utbytte klassifiseres som egenkapital fremfor kortsiktig gjeld.

Etter NGRS føres avsatt utbytte som kortsiktig gjeld i balansen. Ved regnskapsføring etter IFRS blir derimot utbyttet først avsatt når generalforsamlingen vedtar utbyttet. Dermed har egenkapitalen per 31.12 allerede blitt redusert med utbetalt utbytte og en reklassifisering er ikke nødvendig. (Knivsflå, 2016e) Etersom NRS fører etter IFRS vil steg 1 ikke bli gjennomført i denne oppgaven.

Steg 2 Klargjøre hva som er drift og finans i totalbalansen

Det andre steget består av å omgruppere og skille mellom drift og finans i totalbalansen slik at balansen får et mer investororientert fokus. I dette steget er omgruppering av både eiendelsiden og egenkapital- og gjeldssiden nødvendig. Eiendelene i balansen omgrupperes som driftseiendeler og finansielle eiendeler. Driftsrelaterte eiendeler er eiendeler som inngår i driftssyklusen til selskapet, mens finansielle eiendeler er eiendeler som kan anses som driftsfremmede. Gjelden omgrupperes til driftsrelatert og finansiell gjeld. Driftsrelatert gjeld er lån som inngår i driften og som dermed ikke er rentebærende, mens finansiell gjeld er rentebærendegjeld. (Knivsflå, 2016e) Figur 5-4 viser forholdet mellom den kreditor- og investororienterte balanseoppstillingen.



Figur 5-4 Omgruppering av balansen fra kreditororientert til investororientert (Knivsflå, 2016e)

Fordelingen av postene er subjektiv da det er flere eiendel- og gjeldsposter som kan kategoriseres som både drift og finans. Dette medfører økt risiko for feil i verdierestimater. Ved hjelp av noteinformasjon i årsregnskapene til NRS har vi kommet frem til en oppdeling av balansepostene. Vi skal nå presentere resultatet av denne samt begrunnelsen for de ulike valgene.

Driftsrelaterte eiendeler:

- Immaterielle eiendeler
- Varige driftsmidler
- Investering i tilknyttet selskap
- Varelager og biologiske eiendeler
- Kundefordringer og andre fordringer

I NRS sin balanse består immaterielle eiendeler av konsesjoner som inngår i driften og dermed anser vi dette som en driftsrelatert eiendel. Videre er varige driftsmidler eiendeler som tomter, bygninger, maskiner og anlegg, altså eiendeler som inngår i driften. Investering i tilknyttet selskap kategoriseres som driftsrelaterte eiendeler da disse selskapene bidrar i verdikjeden til NRS hvilket er en viktig del av driften til selskapet. Varelageret og biologiske eiendeler består av driftsrelaterte eiendeler som fisk i merder, frossen laks og fôr. Til slutt kan

postene kundefordringer og andre fordringer både klassifiseres som drifts- og finansrelaterte. Med bakgrunn i noteinformasjonen til NRS klassifiseres de her som driftsrelatert eiendeler.

Finansielle eiendeler:

- Finansielle anleggsmidler
- Kontanter og kontantekvivalenter

Finansielle anleggsmidler anses som finansielle eiendeler da de består av blant annet finansielle eiendeler holdt for salg og andre langsiktige fordringer. Posten kontanter og kontantekvivalenter er vanskeligere å klassifisere. For det første er kontanter nødvendig i driften av selskapet hvilket medfører at dette er en driftsrelatert post. Likevel kan kontanter også klassifiseres som finansielle eiendeler dersom posten er knyttet til overskuddslikviditet, altså at selskapet har for mye likvider. (Knivsfå, 2016e) Da det kan være vanskelig å skille ut hva som er driftsrelaterte og finansrelaterte kontanter i balansen forenkler vi klassifiseringen ved å samle alle kontanter og kontantekvivalenter under finansrelaterte eiendeler.

Driftsrelatert gjeld:

- Leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld
- Pensjonsforpliktelser
- Utsatt skatt og betalbar skatt

Som nevnt i innledningen er driftsrelatert gjeld, gjeld som inngår i driften og dermed ikke rentebærende. I NRS sitt tilfelle er dette blant annet leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld. Videre inngår pensjonsforpliktelser i lønnskostnader og er derfor en del av den driftsrelatert gjelden. Til slutt har vi utsatt skatt og betalbar skatt som også inngår i driften. Utsatt skatt defineres som langsiktig driftsrelatert gjeld og betalbar skatt som kortsiktig driftsrelatert gjeld.

Finansiell gjeld:

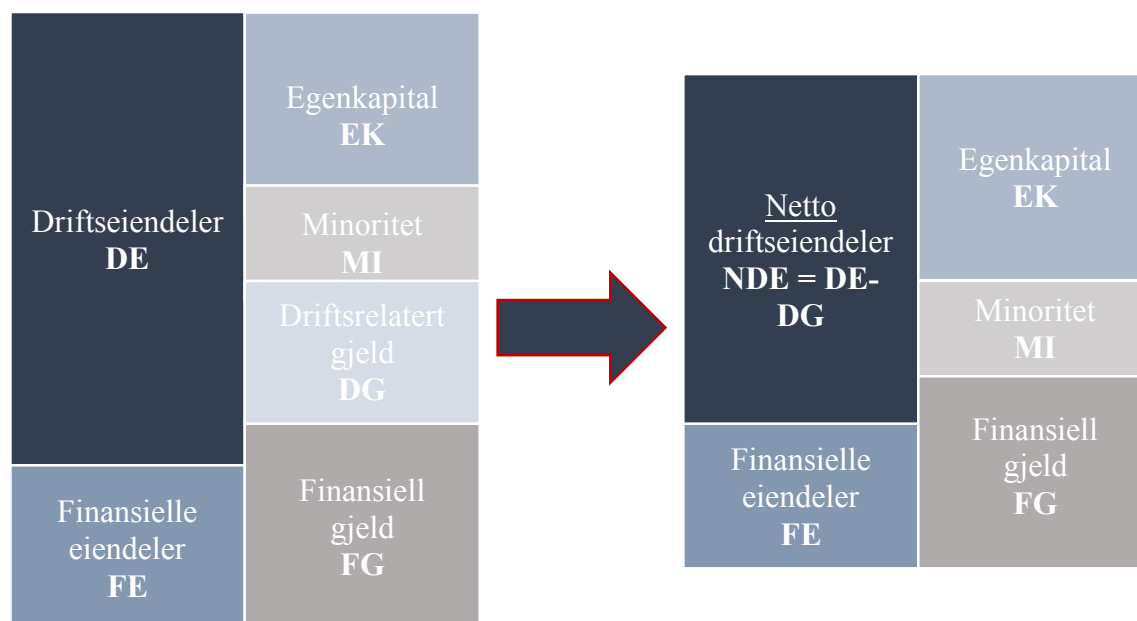
- Kort- og langsiktig rentebærende gjeld

Siste klassifisering er finansiell gjeld som består av rentebærende gjeld. I balansen til NRS er dette postene kort- og langsiktig rentebærende gjeld.

Steg 3 Fra totalbalanse til sysselsatt kapital

Kapitalsiden i totalbalansen er etter forrige steg klassifisert som investert kapital fra eierne og finansiell og driftsrelatert gjeld. Vi ønsker imidlertid å se på virksomhetens sysselsatte eiendeler og -kapitaler og må følgelig omgruppere. Driftsrelatert gjeld er ikke rentebærende og kan dermed ikke anses som sysselsatt kapital. I henhold til Knivsflå defineres sysselsatt kapital som kapitalene som er skutt inn og dermed sysselsatt av eierne og finansielle långivere. Den driftsrelaterte gjelden er derimot sysselsatt gjennom driften da den er et resultat av driftssyklusen og investering i driftskapasitet. Ved å flytte driftsrelatert gjeld over på eiendelssiden og korrigere mot driftseiendelene finner vi netto driftseiendeler. Som vist i figur 5-5 medfører denne omgrupperingen at vi sitter igjen med sysselsatte eiendeler på venstresiden og sysselsatt kapital på høyresiden i balansen. (Knivsflå, 2016e)

Knivsflås definisjon av sysselsatt kapital strider mot praksis da det er vanlig å definere sysselsatt kapital som egenkapital addert med minoritetsinteresser og netto rentebærende gjeld. Følgelig behandler Knivsflå gjeldsposten ulikt gjeldende praksis. (Dahl, Avkasting på sysselsatt kapital) Dette innebærer at sysselsatt kapital vil få en høyere verdi ved bruk av Knivsflå sin definisjon ettersom vi ikke trekker fra kontanter, bankinnskudd og kortsiktige investeringer. Vi utarbeider verdsettelsen i henhold til det fundamentale rammeverket til Knivsflå og vi vil dermed benytte oss av tilhørende definisjoner, men vi ønsker å påpeke at definisjonsulikheten kan påvirke verdiesimatet.



Figur 5-5 Omgruppering fra total kapital til sysselsatt kapital (Knivsflå, 2016e)

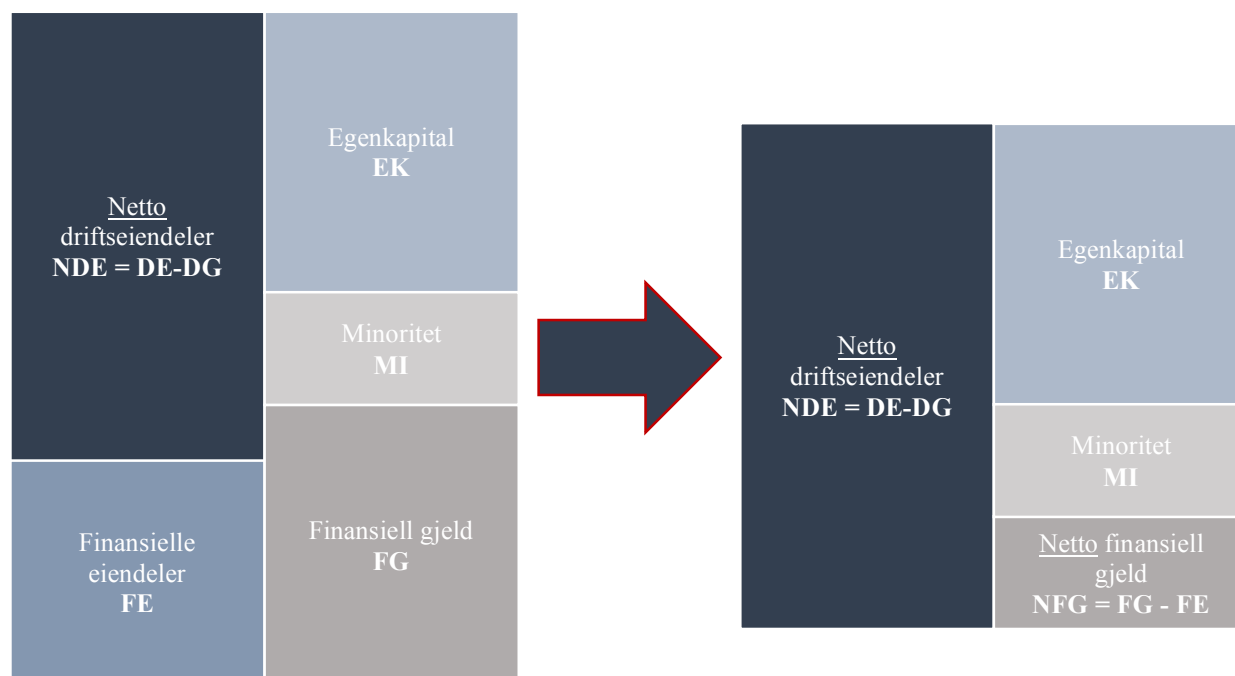
Utregningen av NRS sin sysselsatte kapital er presentert i tabell 5-11.

Sysselsatt kapital - balanse	SSK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	545 031	614 020	621 039	604 239	796 619	860 860	842 192
Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	422 944	443 225	544 212	714 110	851 775	803 804	647 252
Netto driftseiendeler	NDE	967 975	1 057 245	1 165 251	1 318 349	1 648 394	1 664 664	1 489 444
Finansielle eiendeler	FE	42 561	13 356	17 862	58 254	66 389	221 734	213 684
Sysselsatte eiendeler	SSE	1 010 536	1 070 601	1 183 113	1 376 603	1 714 783	1 886 398	1 703 128
Egenkapital	EK	537 934	495 434	566 200	814 632	949 125	1 113 788	1 343 308
Minoritetsinteresser	MI	41 862	37 229	40 984	54 357	64 781	72 730	24 381
Finansiell gjeld	FG	430 740	537 938	575 929	507 614	700 877	699 880	335 439
Sysselsatt kapital	SSK	1 010 536	1 070 601	1 183 113	1 376 603	1 714 783	1 886 398	1 703 128

Tabell 5-11 Sysselsatt kapital til NRS i perioden 2010-2016T

Steg 4 Gå fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

Siste steg i omgrupperingen av balansen er å omgruppere fra sysselsatt kapital til netto driftskapital. Vi ønsker i dette steget å finne netto driftskapital, altså kapitalen som er investert i driften og ikke i finansielle eiendeler. Netto driftskapital består av balansepostene egenkapital, minoritet og netto finansiell gjeld. Ved å flytte finansielle eiendeler over på høyresiden i balanse og korrigere mot finansiell gjeld finner vi netto finansiell gjeld som vist i figur 5-6. (Knivsflå, 2016e)



Figur 5-6 Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital (Knivsflå, 2016e)

Utregningen av virksomhetens netto driftskapital er presentert i tabell 5-12.

Netto driftskapital - balanse	NDK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	545 031	614 020	621 039	604 239	796 619	860 860	842 192
Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	422 944	443 225	544 212	714 110	851 775	803 804	647 252
Netto driftseiendeler	NDE	967 975	1 057 245	1 165 251	1 318 349	1 648 394	1 664 664	1 489 444
Egenkapital	EK	537 934	495 434	566 200	814 632	949 125	1 113 788	1 343 308
Minoritetsinteresser	MI	41 862	37 229	40 984	54 357	64 781	72 730	24 381
Netto finansiell gjeld	NFG	388 179	524 582	558 067	449 360	634 488	478 146	121 755
Netto driftskapital	NDK	967 975	1 057 245	1 165 251	1 318 349	1 648 394	1 664 664	1 489 444

Tabell 5-12 Netto driftskapital til NRS i perioden 2010-2016T

5.4.3 Omgruppering av kontantstrøm

Grunnet regnskapsføring etter IFRS vil kontantstrømmen til NRS på lik linje med resultatregnskapet og balansen være kreditororientert. Etter IFRS fokuserer kontantstrømmen på likviditet da oppstillingen presenterer kontantekvivalentene ved utgangen av regnskapsåret. Ved hjelp av omgrupperingen ønsker vi å flytte fokuset fra likviditet til kontanter skapt gjennom drift. Kontanter skapt gjennom drift er kontanter som er ”fri” til utdelingen og vil dermed være en interessant post for investorene. Frikontantstrøm til en kapital defineres som kontantstrømmen som blir generert av kapitalen etter at det har blitt tatt hensyn til reinvestering og nødvendige nyinvesteringer. Dette innebærer at fri kontantstrøm til egenkapitalen etter omgrupperingen vil tilsvare netto betalt utbytte. (Knivsflå, 2016e) I tabell 5-13 er omgruppert kontantstrøm for NRS presentert.

NRS		2011	2012	2013	2014	2015	2016T
Netto driftsresultat	NDR	56 399	23 573	227 524	180 908	212 903	616 885
Unormalt netto driftsresultat	UNDR	-77 175	35 942	75 436	23 735	14 087	-349 127
Endring i netto driftseiendeler	ΔNDE	-89 270	-108 006	-153 098	-330 045	-16 270	175 220
Fri kontantstrøm fra drift	FKD	-110 046	-48 491	149 862	-125 402	210 720	442 978
Netto finansinntekt	NFI	243	304	243	683	644	563
Unormal netto finansinntekt	UNFR	11 885	-3 345	27 030	54 203	32 319	129 822
Endring i finansielle eiendeler	ΔFE	29 205	-4 506	-40 392	-8 135	-155 345	8 050
Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	FKS	-68 713	-56 038	136 743	-78 652	88 337	581 412
Netto finanskostnad	NFK	-20 421	-25 868	-22 551	-16 377	-18 147	-15 222
Endring i finansiell gjeld	ΔFG	107 198	37 991	-68 315	193 263	-997	-364 441
Netto minoritetsresultat	NMR	3 759	-3 428	-13 371	-13 936	-7 950	-15 426
Unormalt netto minoritetsresultat	UNMR						
Endringer i minoritetsinteresser	ΔMI	-4 633	3 755	13 373	10 424	7 949	-48 349
Fri kontantstrøm til egenkapital	FKE	17 190	-43 588	45 879	94 722	69 202	137 974

Tabell 5-13 Omgruppert kontantstrøm til NRS i perioden 2010-2016T

5.5 Analyse av målefeil og justering

Hensikten med et finansregnskap er å gi brukere informasjon om underliggende økonomiske forhold i en virksomhet og utarbeidelsen av regnskapet bygger på grunnleggende

regnskapsprinsipper innenfor et konseptuelt rammeverk. Selv om det stilles strenge krav til rapporteringen og regnskapsprinsippene er omfattende forekommer det ofte målefeil. Målefeil er avviket mellom de rapporterte og virkelige verdiene i et selskap. I en verdivurdering vil det dermed være hensiktsmessig å gjennomgå detaljene i regnskapet nøye slik at eventuelle målefeil oppdages og justeres. Ved å gjennomføre en slik justering vil verdivurderingen reflekterer de virkelige forholdene i selskapet mer nøyaktig. (Knivsflå, 2016f)

Det er også viktig å merke seg at en justering av målefeil kan medføre feil i resultatet til verdivurderingen da justeringen bygger på subjektive vurderinger. Selv om en målefeiljustering kan føre til at de virkelige verdiene i selskapet blir mer nøyaktig fremstilt, kan justeringen også medføre at regnskapet blir tilført mer støy og at avbildningen dermed blir dårligere. Det er svært lite som tilsier at en ekstern analytiker skal sitte på bedre informasjon om de underliggende verdiene i et selskap enn en intern. Dette medfører at analytikeren bør ha en god formening om nytten ved en slik justering samt være sikker på at de rapporterte tallene i et selskap ikke gir et rettviseende bilde av de økonomiske forholdene.

Justering av eventuelle målefeil er det siste steget før regnskapstallene blir analysert. Vi kan skille mellom tre typer målefeil: den gode, den dårlige og den stygge. Den første målefeilen kalles den gode målefeilen da denne gir et uttrykk for at selskapet har en strategisk fordel. Målefeil nummer to omtales som en dårlig målefeil da denne oppstår som følge av feilmåling mellom en regnskapsstandard og historisk kost. Til slutt har vi målefeilen som oppstår grunnet brudd på regnskapsprinsipper og dermed er et resultat av kreativ bokføring. Målefeil nummer tre omtales følgelig som den stygge målefeilen. (Knivsflå, 2016f)

Ved en verdivurdering vil det være målefeil av type to og tre som er de kritiske målefeilene ettersom disse kan gi et misvisende bilde av lønnsomheten i selskapet. Et slikt misvisende bilde kan igjen føre til en feilvurdering av verdiene i selskapet. I vårt tilfelle vil justeringen fokusere på målefeil nummer to. NRS er et børsnotert selskap hvilket innebærer at selskapet er pliktet til å engasjere en statsautorisert revisor til å gjennomgå årsregnskapet hvert år. Dette innebærer at selskapet har vært gjennom flere grundige revisjoner uten at tegn til kreativ bokføring har blitt funnet. Vi velger å stole på kunnskapsnivået til selskapets revisor og fokuserer dermed på målefeil nummer to i vår vurdering.

Hovedkilden til målefeil av type to er manglende balanseføring. Manglende balanseføring kan føre til at kapitalen undervurderes og rentabiliteten blir overvurdert. For eksempel vil manglende balanseføring ved direkte kostnadsføring av investeringsutgifter føre til støy i rentabilitetsmålingen. For lønnsomme investeringer vil dermed rentabiliteten undervurderes i investeringsfasen og overvurderes i driftsfasen. (Knivsflå, 2016f) Det skal dog også nevnes at kostnadsføring medfører et redusert resultatet som igjen fører til at rentabiliteten undervurderes. Dermed kan det diskuteres om effektene utjevner hverandre eller hvilken effekt som blir størst og følgelig påvirker regnskapet til selskapet. Med utgangspunkt i valgt rammeverket velger vi å se på målefeilene knyttet til manglende balanseføring. En annen kilde til målefeil av type to er feilperiodisering, altså at balanseførte eiendeler feilperiodes over tid. Slike målefeil vil imidlertid ikke være systematiske da standardene ofte inneholder detaljerte regler for periodisering. (Knivsflå, 2016f)

Som tidligere nevnt har vi tatt i betraktning risikoen for å justere målefeil og dermed påføre regnskapet mer støy. Dette medfører at vi kun har gjennomført de justeringene vi anser som viktige og dermed kan det eksistere målefeil i poster som vi har valgt å ikke ta med. Vi har valgt å justere målefeil knyttet til biologiske eiendeler og pensjonsforpliktelser.

5.5.1 Biologiske eiendeler

Biologiske eiendeler skal etter IFRS og IAS 41 balanseføres til virkelig verdi i regnskapet. Følgelig må NRS foreta en verdijustering av biomassen hvert år og fastsette biomasseverdien til gjeldende markedsverdi. Historisk kost kan anses som bedre egnet for langsiktige investeringer enn virkelig verdi da virkelig verdi viser alternativrentabiliteten ved salg i dag. (Knivsflå, 2016f) Denne rentabiliteten vil være interessant for slakteklar fisk, men mindre interessant for fisken som fortsatt ligger i merdene. Videre vil historisk kost trolig gi et mer rettviseende bilde av selskapets lønnsomhet da lakseprisen er svært volatil. Dette innebærer at vi vil gjennomføre en justering slik at de biologiske eiendelene til NRS balanseføres til historisk kost.

Ved justering fra virkelig verdi til historisk kost er det flere forhold vi må ta hensyn til. For det første sier IAS 41 at fisk under 1 kg skal balanseføres til historisk kost. Dette medfører at vi ikke vil gjennomføre en justeringen for denne delen av biomassen. Videre vil vekten til fisken avgjøre den historiske kosten. I resultatregnskapet foretar NRS en årlig verdijustering

av biologiske eiendeler grunnet føringen til virkelig verdi i balansen. Etter justeringen av de biologiske eiendelene må følgelig denne posten også justeres. Dermed vil justeringen påvirke både selskapets driftsresultat og verdien av eiendelene i balansen. I delkapittel 5.4.1 fremkommer det at verdijusteringen av biologiske eiendeler er en unormal post, dette medfører at justeringen av posten vil føres mot det unormale driftsresultatet.

5.5.2 Pensjonsforpliktelser

I regnskapsåret 2013 endret NRS sitt grunnlag for beregning av pensjonsforpliktelser og pensjonskostnader i henhold til endringene i IAS 19. Implementeringen av den nye metoden medførte også endringer i resultatførte pensjonskostnader for 2012. Den nye metoden innebærer at selskapet fører alle estimatavvik knyttet til pensjonsforpliktelser over det utvidete resultatet. Den gamle metoden tok ikke hensyn til denne resultateffekten hvilket innebærer at deler av pensjonsforpliktelsen ikke eksisterer i balansen frem til 2012. (Norway Royal Salmon ASA, 2013) Følgelig ønsker vi å justere netto pensjonsforpliktelser til og med 2011 slik at samme metode er gjeldene for hele analyseperioden. Resultateffekten av justeringen knyttet til pensjonsforpliktelsene føres mot unormalt driftsresultat. I tabell 5-14 og 5-15 er effekten av justeringen i resultatregnskapet og balansen presentert.

Justering i resultatregnskapet	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T
Unormalt netto driftsresultat før justering	-233	-77 175	35 942	75 436	23 735	14 087	-349 127
Reversering verdijustering av biologiske eiendeler i egen virksomhet etter skatt	19 597	-55 138	43 082	68 673	42 228	-2 217	397
Reversering verdijustering av biologiske eiendeler i tilknyttet virksomhet	867	-20 779	10 840	5 170	-632	-6 022	6 500
Justering av estimatavvik av pensjon etter skatt	-1 641	-5 326	-643				
Unormalt netto driftsresultat etter justering	-19 056	4 068	-17 337	1 592	-17 861	22 326	-356 024
Endring unormalt netto driftsresultat etter justering	-18 823	81 243	-53 279	-73 843	-41 596	8 239	-6 897

Tabell 5-14 Effekt av målefeiljustering i resultatregnskapet til NRS i perioden 2010-2016T

Justering netto driftseiendeler	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T
Netto driftseiendeler før justering	967 975	1 038 422	1 227 671	1 327 489	1 583 692	1 558 365	1 391 384
Netto reversering	-18 823	81 243	-53 279	-73 843	-41 596	8 239	-6 897
Netto driftseiendeler etter justering	949 152	1 119 665	1 174 392	1 253 646	1 542 096	1 566 604	1 384 487

Justering egenkapital	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T
Egenkapital før justering	537 934	476 610	628 620	823 772	884 423	1 007 489	1 245 248
Netto reversering	-18 823	81 243	-53 279	-73 843	-41 596	8 239	-6 897
Egenkapital etter justering	519 111	557 853	575 341	749 929	842 827	1 015 728	1 238 351
Minoritetsinteresser	41 862	37 229	40 984	54 357	64 781	72 730	24 381
Netto finansiell gjeld	388 179	524 583	558 067	449 360	634 488	478 146	121 755
Netto driftskapital	949 152	1 119 665	1 174 392	1 253 646	1 542 096	1 566 604	1 384 487

Tabell 5-15 Effekt av målefeiljustering i balansen til NRS i perioden 2010-2016T

5.6 Omgruppert og juster resultatregnskap og balanse

I tabell 5-16, 5-17 og 5-18 presenteres det omgruppert og justerte resultatregnskapet og balansen til NRS som vi har utarbeidet i dette kapittelet samt endringene i egenkapitalen etter justeringene. For å få en konsistens i den videre analysen har vi gjennomført de samme grepene for finansregnskapet til de komparative selskapene.

Omgruppert resultatregnskap	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T
Driftsinntekter	2 002 085	1 734 022	1 744 266	2 603 712	2 599 799	3 210 548	4 298 146
Varekostnader	-1 748 681	-1 549 263	-1 540 290	-2 137 934	-2 175 278	-2 707 071	-3 307 771
Lønn og pensjonskostnader	-47 443	-60 594	-71 764	-85 627	-104 557	-113 268	-145 422
Andre driftskostnader	-50 147	-50 865	-71 428	-88 203	-84 577	-103 288	-94 325
Avskrivninger	-18 555	-26 043	-30 449	-33 728	-41 412	-53 697	-63 536
Driftsresultat fra egen virksomhet	137 259	47 257	30 335	258 220	193 975	233 224	687 092
Driftsrelatert skattekostnad	-28 895	-9 948	-6 386	-54 360	-40 835	-49 097	-144 644
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	108 364	37 309	23 949	203 860	153 140	184 127	542 448
Netto driftsresultat fra driftstilknyttede virksomheter	18 905	19 090	-376	23 664	27 768	28 776	74 437
Netto driftsresultat	127 269	56 399	23 573	227 524	180 908	212 903	616 885
Netto finansinntekt	507	243	304	243	683	644	563
Nettoresultat til sysselsatt kapital	127 776	56 643	23 877	227 768	181 591	213 546	617 448
Netto finanskostnad	-14 016	-20 421	-25 868	-22 551	-16 377	-18 147	-15 222
Netto minoritetsresultat	-8 599	3 759	-3 428	-13 371	-13 936	-7 950	-15 426
Normal nettoresultat til egenkapital	105 161	39 980	-5 419	191 846	151 278	187 449	586 799
Unormalt netto driftsresultat	-19 056	4 068	-17 337	1 592	-17 861	22 326	-356 024
Unormalt netto finansresultat	41 618	11 885	-3 345	27 030	54 203	32 319	129 822
Unormalt netto minoritetsresultat							
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	127 723	55 933	-26 101	220 468	187 619	242 094	360 597
Netto betalt utbytte	25 800	-17 190	43 586	-45 878	-94 721	-69 191	-137 971
Endring i egenkapital	153 523	38 743	17 485	174 590	92 898	172 903	222 626

Tabell 5-16 Omgruppert og justert resultatregnskap for NRS i perioden 2010-2016T

Sysselsatt kapital - balanse	SSK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	551 031	631 422	639 732	636 073	840 346	910 017	884 955
Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	398 121	488 243	534 660	617 573	701 750	656 587	499 532
Netto driftseiendeler	NDE	949 152	1 119 665	1 174 392	1 253 646	1 542 096	1 566 604	1 384 487
Finansielle eiendeler	FE	42 561	13 356	17 862	58 254	66 389	221 734	213 684
Sysselsatte eiendeler	SSE	991 713	1 133 021	1 192 254	1 311 900	1 608 485	1 788 338	1 598 171
Egenkapital	EK	519 111	557 853	575 341	749 929	842 827	1 015 728	1 238 351
Minoritetsinteresser	MI	41 862	37 229	40 984	54 355	64 781	72 730	24 381
Finansiell gjeld	FG	430 740	537 938	575 929	507 614	700 877	699 880	335 439
Sysselsatt kapital	SSK	991 713	1 133 021	1 192 254	1 311 900	1 608 485	1 788 338	1 598 171
Netto driftskapital - balanse	NDK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	551 031	631 422	639 732	636 073	840 346	910 017	884 955
Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	398 121	488 243	534 660	617 573	701 750	656 587	499 532
Netto driftseiendeler	NDE	949 152	1 119 665	1 174 392	1 253 646	1 542 096	1 566 604	1 384 487
Egenkapital	EK	519 111	557 853	575 341	749 929	842 827	1 015 728	1 238 351
Minoritetsinteresser	MI	41 862	37 229	40 984	54 355	64 781	72 730	24 381
Netto finansiell gjeld	NFG	388 179	524 582	558 067	449 360	634 488	478 146	121 755
Netto driftskapital	NDK	949 152	1 119 665	1 174 392	1 253 646	1 542 096	1 566 604	1 384 487

Tabell 5-17 Omgruppert og justert balanse for NRS i perioden 2010-2016T

Endring i egenkapitalen		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T
Inngående egenkapital	<i>EK_{IB}</i>	365 588	519 111	557 853	575 341	749 929	842 827	1 015 728
Fullstendig nettoresultat	<i>FNR</i>	127 723	55 933	-26 101	220 468	187 619	242 094	360 597
Netto betalt utbytte	<i>NBU</i>	25 800	-17 190	43 586	-45 878	-94 721	-69 191	-137 971
Utgående egenkapital	<i>EK_{UB}</i>	519 111	557 853	575 341	749 929	842 827	1 015 728	1 238 351

Tabell 5-18 Endring i egenkapitalen til NRS etter omgruppering og justering i perioden 2010-2016T

Av tabell 5-18 kan vi lese at driftsrelatert arbeidskapital er betydelig redusert i 2016T sammenlignet med tidligere år. Reduksjonen kommer blant annet som følge av en reduksjon i de biologiske eiendelene i selskapet. En annen årsak er som tidligere nevnt økningen i den kortsiktige gjelden som er presentert i første og andre kvartal. Ettersom selskapet har en såpass stor inntektsvekst i 2016T kan reduksjonen i driftsrelatert arbeidskapital anses som unormal og det kan diskuteres om posten er undervurdert. Videre kan en feilestimering av posten oppstå som følge av nevnte begrensninger knyttet til trailing av balansen. Resultatregnskapet er justert for vekst i de kommende kvartalene, mens balansen beholdes ujustert.

Vekstjusteringen som vi har foretatt i 2016T er stor ettersom året kan anses som et toppår. Følgelig vil ulikheten mellom trailingen i resultatregnskapet og balansen være større enn i et år med mindre vekst hvilket igjen øker risikoen for feil. Dersom det hadde vært mulig å justere trailingen i balansen basert på forventningene for de kommende kvartalene ville balansen muligens kunne gi et bedre helhetsbilde av situasjonen i selskapet. Følgelig viser begrensningen i trailingen en svakhet ved rammeverket og det er viktig at vi i den videre analysen tar hensyn til at driftsrelatert arbeidskapital og balansen generelt kan være noe undervurdert. Undervurderte verdier øker igjen risikoen for feil i det endelige verdiestimatet.

5.7 Rammeverk for forholdstallanalyse

Det omgrupperte finansregnskapet som vi har utarbeidet i dette kapittelet vil som tidligere nevnt danne grunnlaget for videre analyse. I de tre neste kapitlene skal vi gjennomføre en forholdstallanalyse. Denne analysen består som vist i figur 5-7 av en risikoanalyse og en rentabilitetsanalyse. (Knivsflå, 2016g) I kapittel seks skal vi analysere likviditeten og soliditeten til NRS i forhold til bransjen. Likviditetsanalysen vil gi innblikk i NRS sin kortsiktige risiko, mens soliditetsanalysen vil se på selskapets langsiktige risiko. Deretter oppsummeres funnene ved analysene i en syntetisk rating. Etter at risikoanalysen er gjennomført skal vi se nærmere på rentabilitetsnivået i selskapet. Det første vi gjør er å finne

avkastningskravene til NRS og bransjen i kapittel syv. Deretter benytter vi oss av kravene i kapittel åtte til å evaluere NRS sin rentabilitet opp mot bransjen. Kravene kan videre dekomponeres for å finne kilder til eventuelle superrentabiliteter. Til slutt sammenligner vi rentabiliteten til NRS med rentabiliteten til de komparative selskapene.



Figur 5-7 Rammeverk for forholdstallanalyse (Knivslå, 2016g)

Under utregningen av forholdstallene benytter vi oss av en tidsvektning av tallene for analyseperioden. Er bransjen stabil bør det være mer likevekt i tidsvektningen enn i en bransjen som er preget av endringer, oppkjøp og innovasjon. I det siste tilfellet bør det legges mest vekt på de seneste årene. I den strategiske analysen kom vi frem til at oppdrettsnæringen er en relativt stabil bransjen grunnet konsesjonspolitikken, men at det også er en bransje som er preget av oppkjøp og endringer knyttet til innovasjon. Dermed benytter vi oss av en vektning hvor de seneste årene får størst vektning, men med en slak stigning grunnet konsesjonene.

Ettersom 2016T må anses som ett toppår grunnet et unormalt høy laksepris kan det diskuteres hvor stor vekt vi bør legge på dette året. Lakseprisen har ført til rekordresultat i kvartalsrapportene til de fleste oppdrettsselskapene og følgelig vil selskapene få unormalt høye resultater i 2016T. Dette vil igjen trolig dra opp det vektet gjennomsnittet til selskapene i forholdstallsanalysen hvilket kan overvurdere forhold i virksomhetene. Selv om 2016T kan anses som et unormalt år må det også tas med i betraktningen at prediksjonene for 2017 er gode. Følgelig kan det ta noen år før nivåene faller og dermed er det viktig å ta med 2016T i analysen.

Imidlertid vil det være nødvendig å diskutere funnene og kanskje ikke legge for mye tyngde på at nivåene representerer fremtiden. Økningen i laksepris vil trolig også gi større utslag i regnskapene til de mindre selskapene i bransjen enn de større og mer stabile. Dette medfører at vi forventer at bransjegjennomsnittet ikke vil påvirkes i for stor grad. Videre er bransjen også preget av økte kostnader i 2016T hvilket kan dra ned effekten igjen. Vi har valgt å benyttet den årlige vektingen som er presentert i tabell 5-19.

Periodevekting	2011	2012	2013	2014	2015	2016T
	10,0 %	15,0 %	17,5 %	17,5 %	20,0 %	20,0 %

Tabell 5-19 Vekting av de ulike årene i analyseperioden

6. Analyse av risiko

Risikoen knyttet til en investering eller portefølje kan deles inn i systematisk og usystematisk risiko. Det er hensiktsmessig å gjennomføre en slik inndelingen for å få innsikt i kildene til totalrisikoen. Systematisk risiko er risikoen i markedet, markedsrisikoen, mens usystematisk risiko beskriver risikoen knyttet til et selskap, altså selskapsrisiko. Dette innebærer at dersom en investor er perfekt diversifisert vil kun systematisk risiko være relevant for investoren. Usystematisk risiko kan også være relevant dersom det eksisterer markedssvikt, altså at markedet er imperfekt. Følgelig vil det i en investororientert analyse være hensiktsmessig å se på både markedsrisikoen og selskapsrisikoen. (Knivsflå, 2016g)

For en kreditor vil det være mest hensiktsmessig å analysere kreditorrisikoen som består av risikoen for at et lån samt rentene misligholdes helt eller delvis. Kreditorrisikoen kan igjen deles opp i sannsynligheten for konkurs i et selskap og forventet tap på lånet ved en konkurs. Etersom kredittrisikoen ikke kan diversifiseres bort anses denne som systematisk. En analyse av spesifikk selskapsrisiko i form av en forholdstallanalyse vil dermed være relevant for både en investor- og en kreditororienterte analyse. Ved hjelp av forholdstallsanalyse kan vi finne ”røde flagg” knyttet til et selskap som kan tyde på finansiell krise eller konkurs. (Knivsflå, 2016g).

Før vi begynner med analysen av de historiske tallene må vi vekte virksomhetene i bransjegjennomsnittet. Vi har valgt å vekte basert på årlige driftsinntekter da vi mener at dette gir et rettviseende bilde av de ulike selskaperens markedsandel i oppdrettsbransjen. Som vi kan se i tabell 6-1 besitter Marine Harvest størst markedsandel over analyseperioden og vil følgelig påvirke bransjegjennomsnittet i størst grad.

Vekting av bransjegjennomsnittet	2011	2012	2013	2014	2015	2016T
Norway Royal Salmon ASA	5%	5%	6%	5%	6%	7%
SalMar ASA	12%	13%	15%	14%	13%	14%
Lerøy Seafood ASA	28%	28%	26%	24%	24%	25%
Marine Harvest ASA	49%	47%	47%	49%	49%	45%
Grieg Seafood ASA	6%	6%	6%	8%	8%	9%
Bransje	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Tabell 6-1 Vekting av de ulike virksomhetene i bransjen i perioden 2011-2016T

6.1 Analyse av kortsiktig risiko – Likviditetsanalyse

Det første steget i risikoanalysen er likviditetsanalyse. Formålet med denne analysen er å evaluere selskapets kortsiktige kredittrisiko. Likviditetsanalysen skal kartlegge om selskapet har nok likvide midler til å dekke sine gjeldskrav etterhvert som de forfaller eller om det eksisterer en fare for at virksomheten kan gå konkurs på kort sikt. Ved bruk av en likviditetsanalyse analyseres flere forhold. Det fundamentale rammeverket deler likviditetsanalysen inn i tre: gjeldsdekning i balansen, gjeldsdekning gjennom resultat og kontantstrøm og gjeldsdekning i fremtiden. (Knivsflå, 2016g) For å analysere NRS sin kortsiktige risiko har vi valgt å gjennomføre likviditetsgradsanalyser, analyser av den finansielle gjeldsdekningsgraden samt gjeldsdekningsgraden gjennom fri kontantstrøm. Vi skal også se på rentedekningsgraden, avdragsdekning i fremtiden, belåningsreserven til NRS og likviditetsreserven.

6.1.1 Likviditetsgrad 1

Ved å regne ut likviditetsgrad 1 finner vi forholdet mellom selskapets omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Dette innebærer at forholdstallet beskriver virksomhetens evne til å betale den kortsiktige gjelden med selskapets likvide midler. (Knivsflå, 2016g)

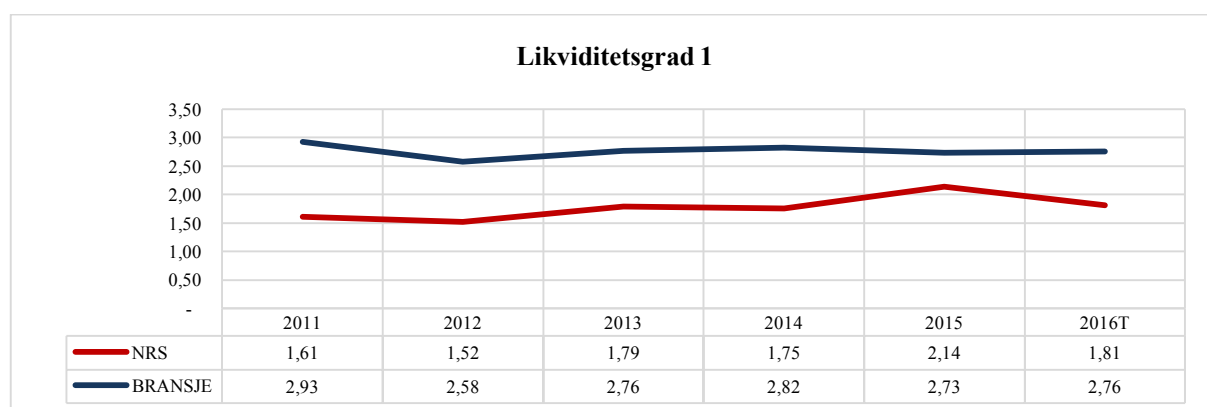
$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

En likviditetsgrad under 1 indikerer at selskapet har flere gjeldsforpliktelser det kommende året enn omløpsmidlene i selskapet kan dekke hvilket vil være en indikasjon på likviditetsrisiko. Med en likviditetsgrad på 1 vil selskapet ha nok likvider til å dekke gjelden på kort sikt. Det kan være vanskelig å fastsette hvor høy likviditetsgraden bør være, men i henhold til Damodaran og det fundamentale rammeverket bør man ta utgangspunkt i at den skal være 2 eller høyere. (Damodaran, 2012) Videre er også bransjegjennomsnittet en god målestokk for likviditetsgrader. Dersom likviditetsgraden til selskapet ligger over bransjegjennomsnittet kan den anses som god. (Knivsflå, 2016g)

Ved bruk av likviditetsgrad 1 er det også viktig å være klar over svakhetene ved nøkkeltallet. For det første viser likviditetsgraden likviditetsforholdet i et selskap på ett gitt tidspunkt.

Dette medfører at likviditetsgraden må testes jevnlig for å fange opp sesongsvingninger, konjunkturer og kundefordringer som kan påvirke selskapets kortsiktige likviditet. Videre reflekteres heller ikke bindingstiden og omløpshastigheten for de ulike gjelds- og eiendelspostene. En annen svakhet er at likviditetsgrad 1 benytter omløpsmidler i telleren, altså alle omløpsmidlene til virksomheten. Formelen skiller dermed ikke ut midlene som ikke kan benyttes til å nedbetale kortsiktig gjeld. For oppdrettsbransjen som har en produksjonssyklus på 2-3 år vil ikke varelageret være like likvid på kort sikt som varelageret til en matvarebutikk. Dette medfører at det eksisterer en fare for at likviditeten i virksomheten blir over- eller undervurdert.

Likviditetsgrad 1 egner seg best for bransjer med kortsiktige omløpsmidler, altså virksomheter hvor varelageret har en høy omløpshastighet. Videre egner det seg også for bransjer som ikke påvirkes merkbart av sesong- og konjunktursvingninger. Dette innebærer at likviditetsgrad 1 ikke er det mest egnede nøkkeltallet for oppdrettsbransjen. Ettersom omløpshastigheten er lav og bransjen er preget av svingninger kan forholdstallet gi et misvisende bilde av likviditeten til en virksomhet. I analysen av likviditetsgrad 1 for NRS vil dermed bransjegenomsnittet være den viktigste målestokken.



Figur 6-1 Likviditetsgrad 1 til NRS i perioden 2011-2016T

Figur 6-1 illustrerer at NRS har en lavere likviditetsgrad enn bransjen over hele analyseperioden. Både likviditetsgraden i bransjen og i NRS er relativt stabil over perioden og følger samme trend. Bransjen ligger over tommelfingerregelen på 2 over hele perioden, mens NRS kun er over i 2015. At det er en såpass stor forskjell mellom bransjen og NRS sin grad tyder på at NRS har en likviditetsulempe sammenlignet med de komparative selskapene. Denne forskjellen er bekymringsverdig og kan igjen tale for at likviditetsproblemer i

selskapet. Tidsvektet gjennomsnitt til NRS er 1,80, mens bransjens tidsvektede gjennomsnitt er 2,76. Dette innebærer at NRS sin likviditetsgrad utgjør omtrent 2/3 av bransjesnittet. Som nevnt kan kvaliteten til dette forholdstallet diskuteres og vi vil følgelig se på flere nøkkeltall før vi fastsetter at NRS har likviditetsproblemer.

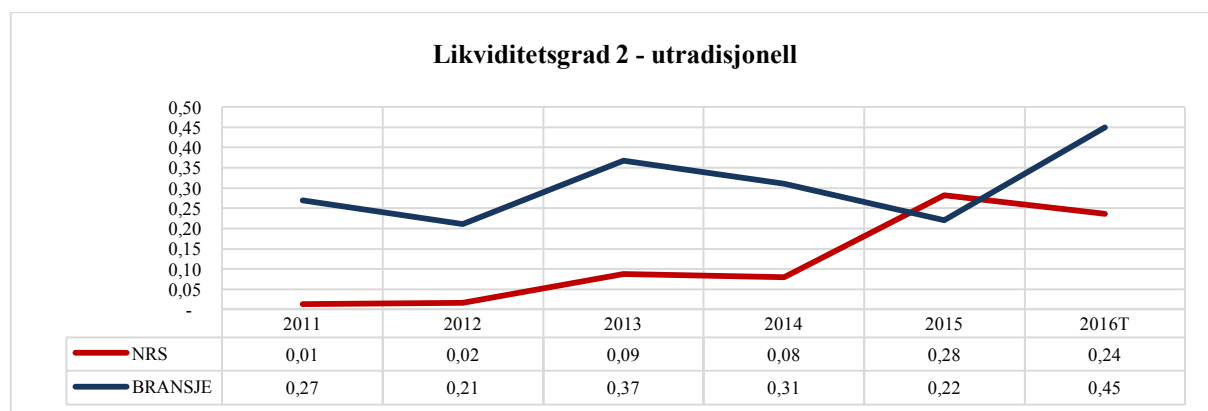
6.1.2 Likviditetsgrad 2

Vi har valgt å se på to ulike utregninger av likviditetsgrad 2 da det eksisterer forskjellige meninger knyttet til hvilke innsatsfaktorer som skal benyttes i forholdstallet. Likviditetsgrad 2 som Knivsflå utreder i sitt rammeverk anses som en mer utradisjonelle likviditetsgrad enn likviditetsgraden ”Quick ratio” / ”Acid test” som Damodaran presenterer i sin bok.

Det første forholdstallet som vi skal beregne er Knivsflå sin likviditetsgrad 2 som beregner forholdet mellom finansielle omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Finansielle omløpsmidler anses som de mest likvide midlene i et selskap og følgelig beskriver dette forholdstallet selskapets evne til å dekke den kortsiktige gjelden med de mest likvide midlene. (Knivsflå, 2016g)

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Finansielle omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

En tommelfingerregel er at likviditetsgrad 2 bør være minst 1 for at virksomheten sin likviditetsgrad skal anses som god. (Knivsflå, 2016g) Bransjegjennomsnittet bør igjen benyttes som en målestokk i analysen av forholdstallene knyttet til likviditet.



Figur 6-2 Likviditetsgrad 2 - utradisjonell - til NRS i perioden 2011-2016T

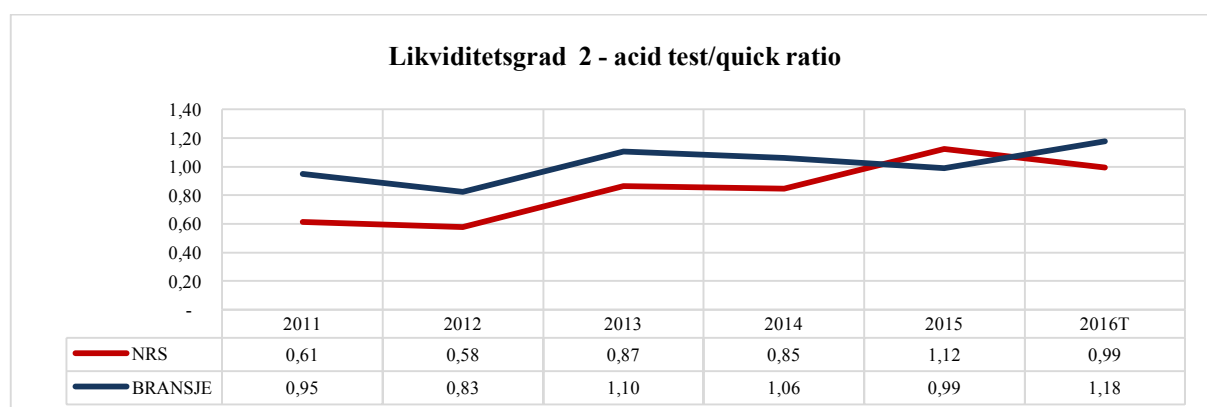
Som figur 6-2 illustrerer ligger likviditetsgraden under bransjegjennomsnittet gjennom analyseperioden foruten i 2015 hvor NRS har en høyere grad en bransjen. Vi ser at avstanden mellom bransjen og NRS har minsket siden 2014 hvilket er positivt for NRS. Både bransjen og NRS ligger under tommelfingerregelen til Knivsflå hvilket taler for likviditetsproblemer, men som tidligere nevnt vil det for oppdrettsbransjen være mer relevant å bruke bransjegjennomsnittet som målestokk. Ser vi på det tidsvektede gjennomsnittet over perioden ser vi at likviditetsgraden til bransjen er dobbelt så stor som graden til NRS. Dette er negativt for virksomheten og styrker antagelsen om likviditetsproblemer.

6.1.3 Likviditetsgrad 2 - ”Quick ratio”/ ”Acid test”

Videre skal vi beregne den mer tradisjonelle likviditetsgrad 2, også kalt ”Quick ratio” eller ”Acid test”. Denne metoden ser på forholdet mellom omløpsmidler fratrukket varelageret, og kortsiktig gjeld. Formålet er å skille midlene som raskt kan bli konvertert til penger fra midlene som ikke kan det. (Damodaran, 2012)

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

I likhet med Knivsflå sin metode bør forholdstallet ved bruk av ”Quick ratio” / ”Acid test” være minst 1, men bransjegjennomsnittet bør også benyttes som målestokk i analysen.



Figur 6-3 Likviditetsgrad 2 - Quick ratio/Acid test - til NRS i perioden 2011-2016T

Som figur 6-3 illustrerer følger kurvene samme trend og det eksisterer et marginalt avvik mellom likviditetsgraden til NRS og bransjen. Verken bransjen eller NRS ligger over

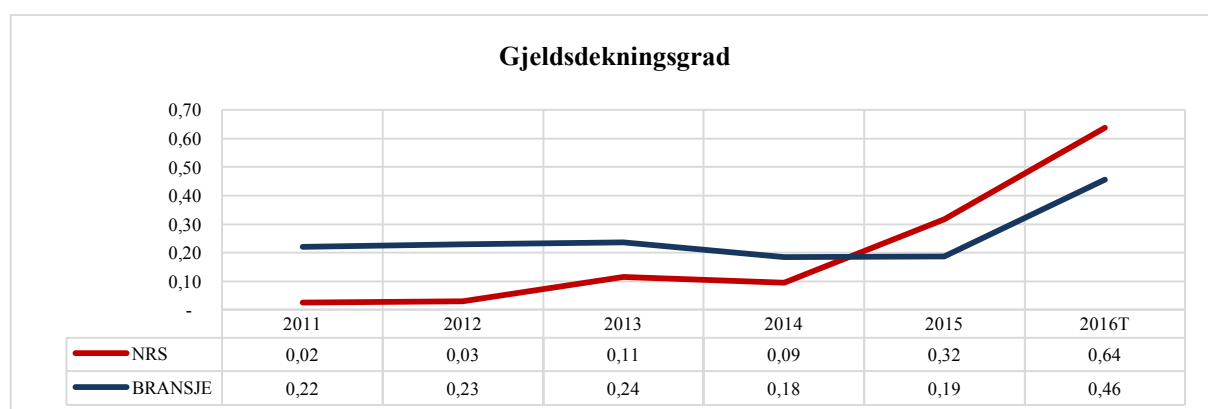
tommelfingerregelen på 1 i analyseperioden, men like under og tallene er betydelig bedre enn i 6.1.2. Vi velger igjen å legge mer vekt på bransjegjennomsnittet enn tommelfingerregelen. Ved bruk av ”Quick ratio” likviditetsgrad 2 kan vi reduseres antagelsen om likviditetsproblemer i NRS ettersom virksomhetens tidsvektede gjennomsnittet ligger tett opp mot bransjegjennomsnittet.

6.1.4 Finansiell gjeldsdekningsgrad

Ved hjelp av likviditetsgradene fant vi selskapets gjeldsdekning i balansen på kort sikt. Ved å analysere den finansielle gjeldsdekningsgraden til selskapet kan vi se om virksomheten har nok finansielle eiendeler til å dekke all finansiell gjeld, altså gjeldsdekning i balansen på lang sikt. Desto mer finansielle eiendeler selskapet besitter, desto mindre er faren for likviditetskrise. Dersom selskapet har en finansiell gjeldsdekningsgrad større enn 1 besitter selskapet nok finansielle eiendeler til å dekke den finansielle gjelden. (Knivsfå, 2016g)

$$\text{Finansiell gjeldsdekningsgrad} = \frac{\text{Finansielle eiendeler}}{\text{Finansiell gjeld}}$$

Som tidligere nevnt er oppdrettsbransjen en svært kapitalintensiv bransje, hvilket medfører at oppdrettsbransjens gjeldsdekningsgrad vil være lavere sammenlignet med mange andre bransjer. Dette medfører at det igjen vil være mest hensiktsmessig for analysen av NRS å benytte bransjegjennomsnittet som målestokk.



Figur 6-4 Finansiell gjeldsdekningsgrad til NRS i perioden 2011-2016T

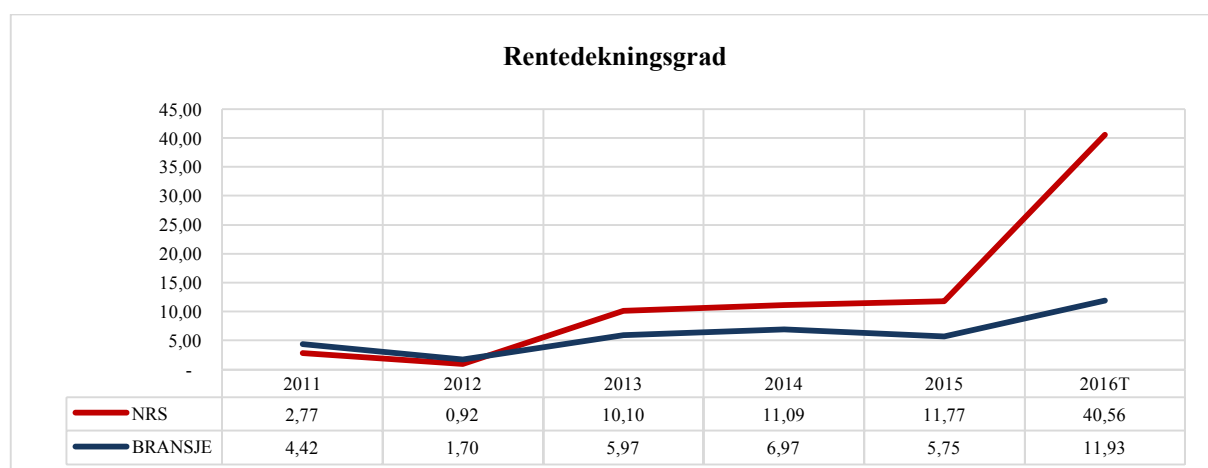
Figur 6-4 illustrerer utviklingen i gjeldsdekningsgraden til NRS og bransjen. Figuren viser at dekningsgradene har fulgt en jevn trend frem til 2014. NRS har hatt en betydelig økning i

dekningsgraden de siste to årene, mens bransjegjennomsnittet har doblet seg fra 2015 til 2016T. Årsaken til NRS sin høye gjeldsdekningsgrad i 2016T er nedbetalingen av virksomhetens langsiktige gjeld og veksten i 2015 skyldes økning i kontantbeholdningen. Lerøy Seafood har hatt en betydelig vekst i kontantbeholdningen i 2016T hvilket har ført til økningen i bransjegjennomsnittet. Den høye gjeldsdekningsgraden til NRS taler positivt for selskapets kortsiktige likviditetsrisiko. Det er likevel viktig å bemerke at dekningsgraden kan reduseres og falle under bransjegjennomsnittet dersom NRS tar opp nye lån.

6.1.5 Rentedekningsgrad

Frem til nå har vi sett på mulighetene for gjeldsdekning gjennom balansen. Videre skal vi se på dekningsgraden ved bruk av resultat og kontantstrøm. Først skal vi se på gjeldsdekningen ved bruk av nettoresultatet og deretter skal vi analysere gjeldsdekningen ved bruk av den frie kontantstrømmen til selskapet. Rentedekningsgraden beskriver forholdet mellom nettoresultat fra sysselsatt kapital og netto finanskostnader. Dette innebærer at forholdstallet beskriver selskapets evne til å dekke finanskostnadene. (Knivsflå, 2016g)

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Netto driftsresultat} + \text{Netto finansinntekter}}{\text{Netto finanskostnader}}$$



Figur 6-5 Rentedekningsgrad til NRS i perioden 2011-2016T

I figur 6-5 kan vi se at utviklingen i rentedekningsgraden til NRS og bransjen følger samme trend frem til 2015. Rentedekningsgraden til NRS ligger også over bransjegjennomsnittet fra 2012 hvilket er positivt for virksomheten. I 2016T øker dekningsgraden til NRS kraftig som

følge av økningen i driftsinntektene. Driftsinntektsveksten medfører at netto driftsresultat til NRS øker med hele 188% fra 2015 til 2016T. Ettersom finanskostnadene også reduseres som følge av nedbetalingen av den langsiktige gjelden i andre kvartal vil rentedekningsgraden ha en ekstrem vekst. Trenden i bransjen er at finanskostnadene øker i 2016T og at økningen i netto driftsresultat ligger rundt 100% foruten Grieg Seafood som har en økning på over 400%. Dermed får ikke bransjen en like ekstrem vekst i rentedekningsgraden i 2016T som NRS. 2016T må regnes som ett toppår i oppdrettsbransjen hvilket medfører at vi ikke legger for mye fokus på den ekstreme rentedekningsgraden. Vi velger heller å legge mer vekt på at NRS over analyseperioden har hatt en dekningsgrad tett under eller over graden til bransjen hvilket taler positivt for den kortsiktige likviditetsgraden til NRS.

Ett problem med rentedekningsgraden er at forholdstallet ikke tar hensyn til ulike skattesatser ettersom dekningsgraden beregnes med nettoverdier. Skattesatsene knyttet til driftsinntekten, finansinntektene og finanskostnadene vil variere fra selskap til selskap og følgelig kan rentedekningsgraden gi et misvisende bilde ettersom vi benytter bransjegjennomsnittet som benchmark i større grad enn tommelfingerregler. Videre tar forholdstallet heller ikke hensyn til avdrag knyttet til den finansielle gjelden. Dette medfører at selskapet kan ha en god rentedekningsgrad samtidig som selskapet kan ha problemer med betjeningen av avdrag på lån. Dermed ønsker vi også å gjennomføre en analyse av kontantstrømmen med fokus på finansielle eiendeler i påfølgende delkapittel for å fange opp eventuelle betjeningsproblemer.

6.1.6 Analyse av kontantstrøm

Ved å analysere kontantstrømmen til virksomheten kan vi finne selskapets evne til å generere kontanter. Analysen ser på forholdet mellom fri kontantstrøm fra drift og eiendeler og fri kontantstrømmen til finansielle långivere. (Knivsfå, 2016g)

$$\frac{\text{Fri kontantstrøm fra sysselsatte eiendeler}}{\text{Fri kontantstrøm til finansiell gjeld}} = \frac{\text{Fri kontantstrøm fra drift} + \text{Fri kontantstrøm finansielle eiendeler}}{\text{Netto finanskostnad} + \text{Avdrag}}$$

Dette forholdstallet er kun hensiktsmessig å analysere når netto finanskostnad er større enn endringen i finansiell gjeld, altså når selskapet er i en fase hvor de tilbakebetaler gjeld.

(Knivsflå, 2016g) For å analysere kontantstrømmen til NRS benytter vi den omgrupperte kontantstrømmen fra kapitel 5 som er gjengitt i tabell 6-2.

NRS		2011	2012	2013	2014	2015	2016T
Netto driftsresultat	<i>NDR</i>	56 399	23 573	227 524	180 908	212 903	616 885
Unormalt netto driftsresultat	<i>UNDR</i>	-77 175	35 942	75 436	23 735	14 087	-349 127
Endring i netto driftseiere	<i>ΔNDE</i>	-89 270	-108 006	-153 098	-330 055	-16 260	175 220
Fri kontantstrøm fra drift	<i>FKD</i>	-110 046	-48 491	149 862	-125 412	210 730	442 978
Netto finansinntekt	<i>NFI</i>	243	304	243	683	644	563
Unormal netto finansinntekt	<i>UNFR</i>	11 885	-3 345	27 030	54 203	32 319	129 822
Endring i finansielle eiendeler	<i>ΔFE</i>	29 205	-4 506	-40 392	-8 135	-155 345	8 050
Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	<i>FKS</i>	-68 713	-56 038	136 743	-78 662	88 347	581 412
Netto finanskostnad	<i>NFK</i>	-20 421	-25 868	-22 551	-16 377	-18 147	-15 222
Endring i finansiell gjeld	<i>ΔFG</i>	107 198	37 991	-68 315	193 263	-997	-364 441
Netto minoritetsresultat	<i>NMR</i>	3 759	-3 428	-13 371	-13 936	-7 950	-15 426
Endringer i minoritetsinteresser	<i>ΔMI</i>	-4 633	3 755	13 371	10 426	7 949	-48 349
Fri kontantstrøm til egenkapital	<i>FKE</i>	17 190	-43 588	45 877	94 714	69 202	137 974

Tabell 6-2 Kontantstrømmen til NRS i perioden 2010-2016T

Som vi ser i tabell 6-2 er kontantstrømmen fra drift negativ i 2011, 2012 og 2014 hvilket taler negativt for likviditeten til NRS. Vi kan også se at de største låneopptakene ble foretatt i årene med lavest kontantstrøm fra drift, altså 2011 og 2014. Oppdrettsbransjen var i 2014 preget av store kostnader knyttet til lus og sykdom hvilket påvirket resultatet til NRS. Videre ser vi at virksomheten foretok en stor finansiell investering i 2015 som ble dekket med kontantstrømmen fra drift hvilket er positivt. Over analyseperioden har NRS hatt en positiv kontantstrøm i alle årene bortsett fra 2012. Dette taler for at virksomheten har utbetalt utbytte i fem av seks år hvilket må anses som positivt for NRS. Den negative kontantstrømmen i år 2012 kan skyldes et dårlig år i bransjen grunnet lav laksepris. Til slutt taler reduksjonen i gjeld i 2016T positivt for likviditeten til NRS.

6.1.7 Rente og avdragsdekning ett år frem i tid

Så langt i likviditetsanalysene har vi kun sett på historiske forhold. Selv om disse tallene kan beskrive situasjonen til virksomheten mener vi det også er hensiktsmessig å se på minst et forholdstall som er mer fremtidsrettet. Vi velger derfor å analysere rente og avdragsdekningen til virksomheten ett år frem i tid. Denne analysen kan belyse eventuelle betalingsproblemer av gjeld i nær fremtid. Renter og fradrag dekkes av de finansielle eiendelene som selskapet besitter i dag og fremtidig fri kontantstrøm fra sysselsatt kapital. (Knivsflå, 2016g)

$$\text{Rente og avdragsdekning i } t + 1 = \frac{\text{Finansielle eiendeler}_t + \text{Fri kontantstrøm fra sysselsatt kapital}_{t+1}}{\text{Netto finanskostnader}_{t+1} + \text{Avdrag på lån}_{t+1}}$$

Formålet med en slik analyse er å identifisere faren for at selskapet havner i en gjeldsskvis i nær fremtid når store lån forfaller. Dermed ønsker vi her å se på et såkalt ”worst case”-scenario. Dette innebærer at kontantstrømmen fra sysselsatt kapital svikter om ett år og at virksomheten dermed må dekke avdrag og renter med selskapets finansielle eiendeler. Ved bruk av formelen kommer vi frem til at rente og avdragsdekningen for NRS ett år frem i tid blir 3,92. Dette innebærer at selv om selskapet ikke genererer en kontantstrøm fra sysselsatt kapital i 2017 vil NRS fortsatt kunne dekke renter og avdrag.

6.1.8 Supplerende likviditetsanalyser

Så langt i dette kapittelet har vi kun sett på metoder som er presentert i det fundamentale rammeverket til Knivsflå. For å gjøre vår analyse enda mer solid ønsker vi også å analysere nøkkeltall som ikke inngår i rammeverket. Vi har valgt å analysere NRS sin belåningsreserve og likviditetsreserve da vi med disse nøkkeltallene kan gi et enda bedre bilde av virksomhetens likviditetssituasjon.

6.1.8.1 Belåningsreserve

Belåningsreserven beskriver selskapets evne til å stille sikkerhet for ytterligere låneopptak. Nøkkeltallet tar følgelig utgangspunkt i den delen av selskapets eiendeler som ikke allerede er belånt. Dermed kan forholdstallet gi et bilde på selskapets muligheter for likviditetstilgang ved behov. (Dahl, Belåningsreserve i %)

$$\text{Belåningsreserve i \% av belåningsgrunnlaget} = \frac{\text{Belåningsgrunnlag} - \text{Sum rentebærende gjeld}}{\text{Belåningsgrunnlag}} * 100\%$$

En tommelfingerregel er at prosentvis belåningsreserve bør være over 40%.

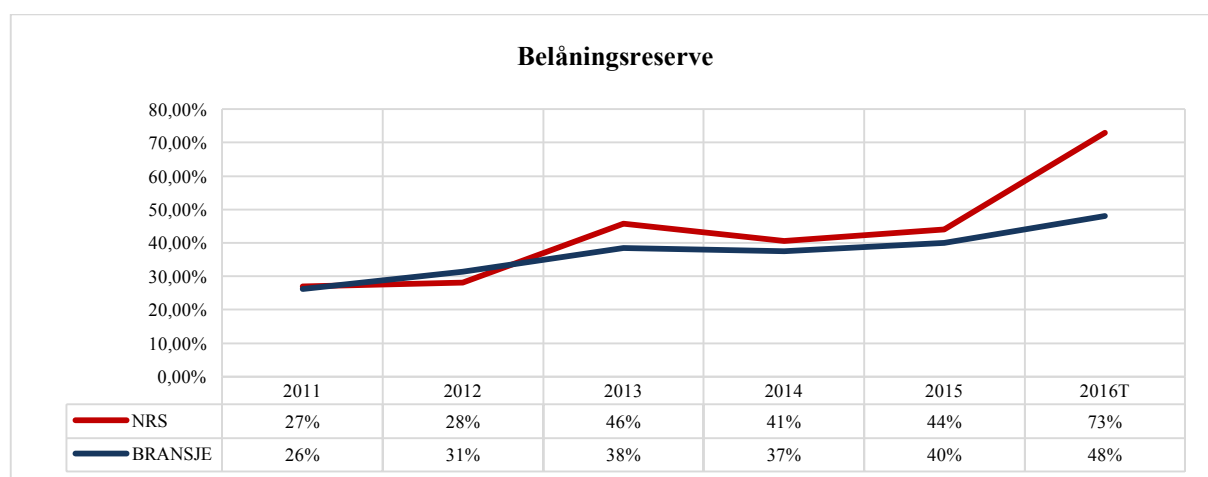
Belåningsreserven er definert som differansen mellom belåningsgrunnlag og sum rentebærende gjeld. Videre betegner belåningsgrunnlaget den totale sikkerheten en bank antar å gi et selskap basert på de eiendelene selskapet besitter uten hensyn til eksisterende gjeld. Sum rentebærende gjeld betegner selskapets allerede etablerte gjeld. Utregningen av belåningsgrunnlaget gjennomføres ved å benytte en prosentsats for hver eiendelspost

selskapet besitter. Denne prosenten skal reflekterer hvor stor sikkerhet for lån de ulike postene kan gi. I tabell 6-3 er presentsatsene som vi har benyttet oss av presentert. (Dahl,

Belåningsreserve i %)

Eiendel	Prosentvis dekning
Konsesjoner	50%
Skip	60%
Tomter, bygninger, og eiendom	60%
Andre driftsmidler	60%
Maskiner og anlegg	60%
Investeringer i tilknyttede selskaper	30%
Varebeholdning	30%
Biologiske eiendeler	40%
Kundefordringer	60%
Andre fordringer	60%
Investeringer i andre selskaper	30%
Eiendeler holdt for salg	30%
Andre langsiktige fordringer	60%

Tabell 6-3 Prosentvis dekning av de ulike eiendelspostene



Figur 6-6 Belåningsreserve til NRS i perioden 2011-2016T

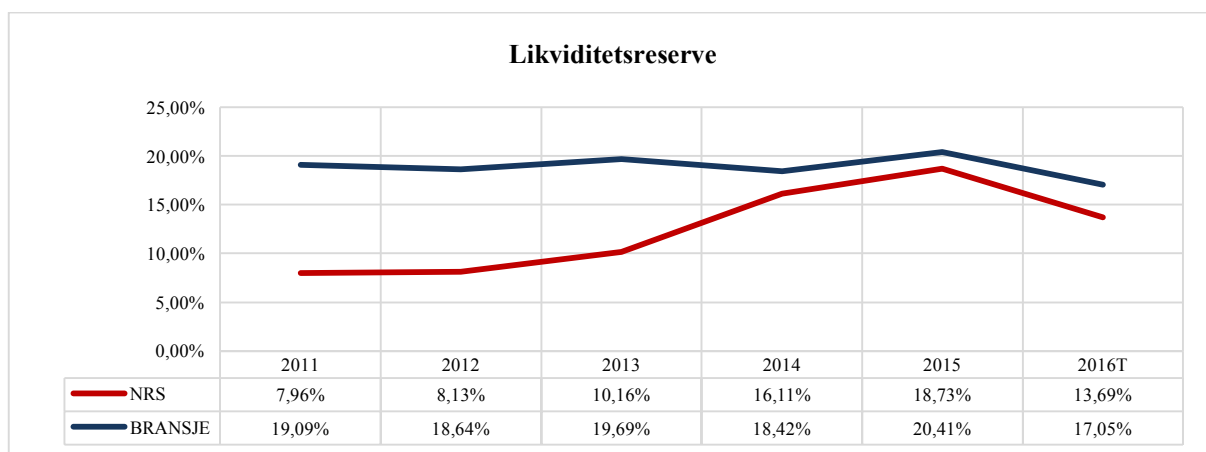
Figur 6-6 illustrerer utviklingen i belåningsreserven til bransjegenomsnittet og NRS over analyseperioden. Det er en jevn utvikling i begge kurver og i 2012 beveger belåningsreserven til NRS seg over bransjegenomsnittet. NRS ligger over tommelfingerregelen fra år 2013 og bransjen passerer en belåningsreserve på 40% i 2015. Igjen ser vi at NRS får en kraftig økning i 2016T som skyldes reduksjonen i virksomhetens gjeld. Følgelig velger vi å legge mest vekt på utviklingen før toppåret. Det taler positivt for den kortsiktige likviditeten i NRS at virksomheten har en belåningsreserve over bransjegenomsnittet samt over tommelfingerregelen. Som tidligere nevnt kan gjeldsnivået i NRS etter nedbetalingen av den langsiktige gjelden i 2016T anses som unormalt lavt. Følgelig er det nærliggende å anta at selskapet vil ta opp nye lån de kommende årene hvilket igjen vil påvirke belåningsreserven til virksomheten.

6.1.8.2 Likviditetsreserve

Et av risikomomentene ved likviditetsgrad 1 og 2 er usikkerheten knyttet til verdien av varelager og kundefordringer. Likviditeten til varelageret er som tidligere nevnt også et usikkerhetsmoment. Ved utregningen av nøkkeltallet for likviditetsreserven er likviditet ikke et problem ettersom postene varelager og kundefordringer ikke inngår i beregningen. En annen fordel med likviditetsreserven er at nøkkeltallet ser på forholdet mellom likviditet og omsetningsvolum. Dette forholdet gjenspeiler det faktiske likviditetsbehovet bedre enn det likviditetsgradene gjør. (Dahl, Likviditetsreserve i %)

$$\text{Likviditetsreserve i \% av salgsinntekter} = \frac{\text{Kasse, bank, kortsiktige investeringer, ubenyttet kasseredit}}{\text{Salgsinntekter}} * 100\%$$

I likhet med likviditetsgradene er det en fordel å benytte seg av bransjegjennomsnittet som målestokk for likviditetsreserven. Grunnlaget for dette er at likviditetsreserven påvirkes av svingninger i bransjen, sesongvariasjoner samt omløpshastigheten. Dermed har vi tatt utgangspunkt i bransjegjennomsnittet ved analysen av tallene til NRS istedenfor tommelfingerregelen på 8%. (Dahl, Likviditetsreserve i %)



Figur 6-7 Likviditetsreserve til NRS i perioden 2011-2016T

Som figur 6-7 illustrerer har NRS hatt en positiv utvikling av likviditetsreserven over analyseperioden. Fra 2011 har NRS hatt en økning i reserven og følgelig nærmet seg bransjegjennomsnittet. Bransjen har hatt en mer jevn utvikling og kun hatt små svingninger i reserven over perioden. I 2016T ser vi at likviditetsreserven til NRS og bransjen reduseres. Årsaken til dette er økningen i lakseprisen og følgelig salgsinntektene. Kasse, bank,

kortsiktige investeringer osv. har ikke økt i takt med salgsinntektene og følgelig reduseres reserven. At NRS ligger tett opptil bransjen taler positivt for likviditeten til virksomheten. Videre kan det også nevnes at selskapet fra 2012 har ligget over tommelfingerregelen.

6.2 Analyse av langsiktig risiko – Soliditetsanalyse

Det neste steget i risikoanalysen er soliditetsanalyse. Denne analysen har som formål å kartlegge virksomhetens evne til å stå i mot fremtidige tap. Soliditetsrisiko defineres følgelig som faren for at virksomheten ikke innehar økonomiske ressurser til å stå i mot en lengre periode med tap. Tap føres mot egenkapitalen hvilket medfører at egenkapitalen er en essensiell del av soliditetsanalysen. For å analysere selskapets langsiktige risiko skal vi i de påfølgende delkapitlene analysere selskapet egenkapitalprosent, kapitalstruktur og netto driftsrentabilitet. (Knivsflå, 2016g)

6.2.1 Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten kan anses som det viktigste forholdstallet ved gjennomføringen av en soliditetsanalyse ettersom forholdstallet beskriver hvor stor andel egenkapitalen utgjør av total kapitalen i selskapet. En høy egenkapitalandel innebærer at selskapet kan stå imot en lengre periode med tap. (Knivsflå, 2016g)

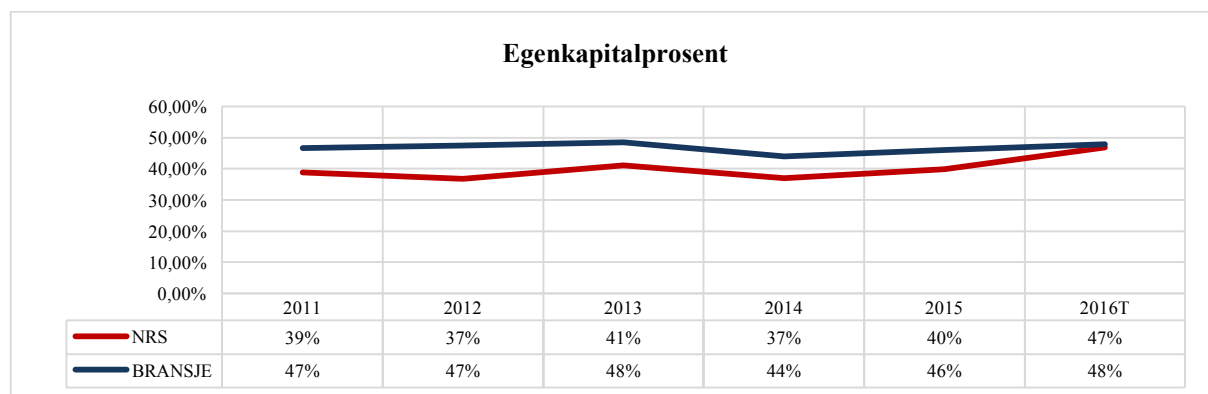
$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital} + \text{Minoritetsinteresser}}{\text{Total kapital}}$$

Egenkapitalprosenten viser selskapets evne til å stå i mot tap i driften, men også selskapets evne til å tåle et verdifall ved manglende likviditet. For en virksomhet er det også viktig å ha en støtpute til verdifall ikke bare til driftstap. Følgelig er egenkapitalprosenten et svært viktig forholdstall.

Over analyseperioden har NRS en gjennomsnittlig tidsvektet egenkapitalprosent på 42,8%, mens tidsvektet bransjegjennomsnitt ligger på 46,7%. Som vi ser i figur 6-8 har både bransjen og NRS hatt en stabil utvikling over perioden hvilket taler for god soliditet.

Egenkapitalprosenten ligger videre over normalt covenantkrav for oppdrettsbransjen på rundt 30% hvilket er positivt. Funnene i analysen tilsier også at dagens rentenivå ikke har ført til økt

gearing i bransjen noe som kunne vært naturlig tatt i betraktning bransjens kapitalintensivitet. Vi ser heller at NRS og flere av de komparative selskapene har redusert gjeldsnivået i virksomhetene de siste årene. Totalt sett taler utviklingen i egenkapitalprosenten til NRS for en god soliditet.



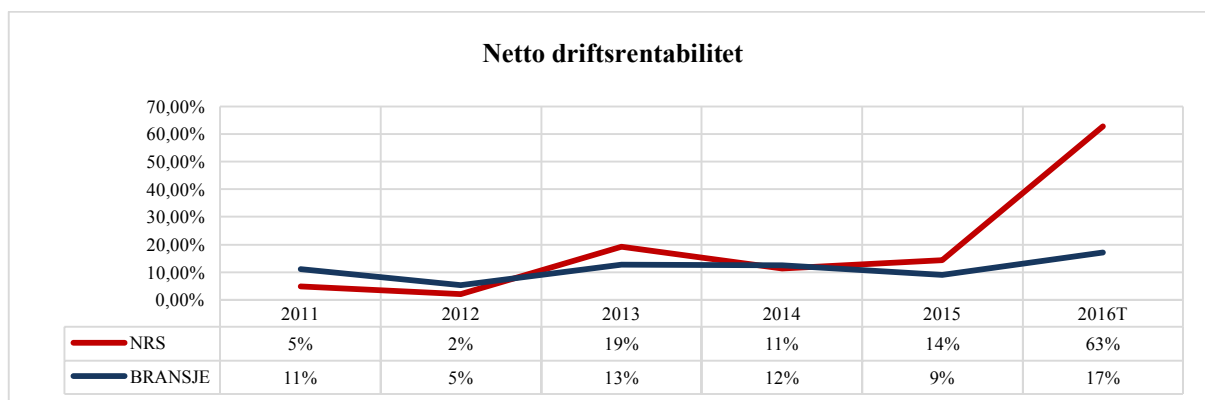
Figur 6-8 Egenkapitalprosent til NRS i perioden 2011-2016T

6.2.2 Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabiliteten er et mål på lønnsomheten til en virksomhet ettersom forholdstallet illustrerer avkastningen på driften til virksomheten. Analysen tar utgangspunkt i forholdet mellom netto driftsresultat og gjennomsnittlig kapital, justert for opptjent kapital gjennom året. (Knivsflå, 2016j)

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{\text{Netto driftsresultat}}{\text{Netto driftskapital} + ((\Delta \text{Netto driftskapital} - \text{Netto driftsresultat})/2)}$$

Lav lønnsomhet over en lengre periode kan føre til at egenkapitalen reduseres hvilket er negativt for virksomheten da egenkapitalen er en buffer mot tap og verdifall. Dermed er analyse av selskapets lønnsomhet også en viktig del av soliditetsanalysen. (Knivsflå, 2016g)



Figur 6-9 Netto driftsrentabilitet til NRS i perioden 2011-2016T

Oppdrettsbransjen er som tidligere nevnt preget av sykliske svingninger hvilket figur 6-9 bekrefter. Lønnsomheten til NRS og bransjen har variert fra år til år med en topp i 2016T. Netto driftsresultat er størst i 2016T og følgelig vil lønnsomheten være høyest dette året. Den ekstreme veksten til NRS skyldes igjen en netto driftsinntektsvekst på over 180%. NRS har også hatt en reduksjon i netto driftskapital hvilket igjen er med på å øke effekten. Vi velger dermed å se bort fra de ekstreme resultatene og heller fokuserer på årene frem til 2015. Fra 2012 har NRS hatt en positiv lønnsomhetsutvikling og holdt seg tett inntil eller over bransjegjennomsnittet. Dette taler for at soliditeten til NRS er god og at virksomheten følgelig kan stå imot en perioden med tap eller verdifall.

6.2.3 Kapitalstruktur

En analyse av selskapets kapitalstruktur gir innblikk i finansieringen til selskapet på et gitt tidspunkt. Dermed gir analysen innsikt i risikoen knyttet til selskapets finansiering. En slik analyse omtales som en statisk finansieringsanalyse og blir ofte illustrert ved en finansieringsmatrise som beskriver hvordan de ulike eiendelene i virksomheten er finansiert. Desto større andel som er finansiert av egenkapitalen, minoritetsinteressene og langsiktig driftsrelatert gjeld, desto mindre er risikoen knyttet til finansiering i selskapet. Altså vil en foretrekke at en virksomhet er finansiert av langsiktige forpliktelser fremfor kortsiktige. Egenkapitalen anses som den mest sikre finansieringsmåten og en virksomhet som hovedsakelig er finansiert av egenkapitalen vil ha en mindre risikabel og mer solid finansiering enn en virksomhet som er finansiert av gjeld. (Knivsflå, 2016g)

Som nevnt er finansieringsanalysen en analyse på et gitt tidspunkt og vi har dermed valg å analysere kapitalstrukturen til NRS per 31.12.2016T. Tabell 6-4 og 6-5 illustrerer NRS sin struktur i henholdsvis absolutte- og prosentvise verdier.

Norway Royal Salmon							
	Egenkapital	Minoritetsinteresser	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
Driftsrelatert AM	1 229 137						1 229 137
Finansielle AM	9 218	15 880					25 097
Driftsrelaterte OM		8 501	344 182	290 038	607 158		1 249 879
Finansielle OM					143 189	45 401	188 587
Totalkapital	1 238 354	24 381	344 182	290 038	750 347	45 401	2 692 703

Tabell 6-4 Kapitalstrukturen til NRS i 2016T i absolutte verdier

Norway Royal Salmon							
	Egenkapital	Minoritetsinteresser	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
Driftsrelatert AM	100,00%						45,65%
Finansielle AM	36,73%	63,27%					0,93%
Driftsrelaterte OM		0,68%	27,54%	23,21%	48,58%		46,42%
Finansielle OM					75,93%	24,07%	7,00%
Totalkapital	45,99%	0,91%	12,78%	10,77%	27,87%	1,69%	100,00%

Tabell 6-5 Kapitalstrukturen til NRS i 2016T i prosent

Som tabellene illustrerer dekker NRS de driftsrelaterte anleggsmidlene med egenkapitalen hvilket er positivt. Videre er de finansielle anleggsmidler finansiert av egenkapitalen og minoritetsinteressene. Når det gjelder omløpsmidlene er litt over 50% av de driftsrelaterte omløpsmidlene finansiert av langsiktig gjeld. De resterende driftsrelaterte omløpsmidlene samt 76% av de finansielle omløpsmidlene er finansiert av kortsiktig driftsrelatert gjeld. De siste finansielle omløpsmidlene er finansiert av kortsiktig finansiell gjeld. Totalt sett er det svært positivt at omtrent 46% av eiendelen finansieres av egenkapitalen. Det er derimot mer urovekkende at nesten 30% finansieres av kortsiktig gjeld da det er ønskelig at så mye som mulig er finansiert av langsiktig gjeld. Bakgrunnen for dette er trolig nedbetalingen av den langsiktige gjelden i andre kvartal. Den kortsiktige finansieringen øker risikoen for likviditetskrise og reduserer soliditeten til NRS.

For å analysere virksomheten videre har vi valgt å sammenligne kapitalstrukturen til NRS med kapitalstrukturen i bransjen som er presentert i tabell 6-6.

Bransje	Egenkapital		Langsiktig driftsrelatert gjeld		Kortsiktig driftsrelatert gjeld		Kortsiktig finansiell gjeld		Totale eiendeler
	Egenkapital	Minoritetsinteresser	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler		
Driftsrelatert AM	88,76%	2,86%	8,38%					52,10%	
Finansielle AM			100,00%					0,12%	
Driftsrelaterte OM			11,06%	60,86%	26,35%	1,73%		40,73%	
Finansielle OM						100,00%		7,05%	
Totalkapital	46,24%	1,49%	8,99%	24,79%	10,73%	7,76%		100,00%	

Tabell 6-6 Kapitalstrukturen til bransjgjennomsnittet i 2016T i prosent

I liket med NRS er store deler av de driftsrelaterte anleggsmidlene finansiert av egenkapitalen til virksomhetene. Videre er finansielle anleggsmidler finansiert av langsiktig gjeld hvilket taler i favør for NRS. Driftsrelaterte omløpsmidler er finansiert hovedsakelig av langsiktig gjeld i bransjgjennomsnittet og rundt 28% er finansiert av kortsiktig gjeld. Til slutt er alle finansielle omløpsmidler finansiert av kortsiktig finansiell gjeld. I motsetning til NRS er under 20% av eiendelen finansiert med kortsiktig gjeld. Dette reduserer risikoen for likviditetskrise og øker soliditeten. Følgelig er kapitalstrukturen til NRS noe dårligere enn bransjen som dekker mer av eiendelen med langsiktig gjeld fremfor kortsiktig. NRS dekker en større del av anleggsmidlene med egenkapitalen enn bransjen hvilket er positivt. Imidlertid dekker selskapet totalt sett en større andel av totale eiendeler med kortsiktig gjeld hvilket øker risikoen for likviditetskrise.

6.3 Oppsummering – syntetisk rating

For å oppsummere den kortsiktige og langsiktige risikoanalysen til NRS gjennomfører vi en syntetisk rating. En syntetisk rating består av å benytte resultatene fra likviditetsanalysen og soliditetsanalysen til å gi selskapet en karakter på den samlede risikoen i virksomheten. Det fundamentale rammeverket benytter fire forholdstall til å gjennomføre den syntetiske ratingen: likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og nettodriftsrentabilitet. Deretter benyttes Standard og Poor's ratingklasse til å gi virksomheten en samlet karakter. (Knivsflå, 2016g) I tabell 6-7 er Knivsflå sitt forslag til rating basert på de fire forholdstallene presentert. Med utgangspunkt i denne tabellen har vi beregnet den syntetiske ratingen til NRS og bransjen som er illustrert i tabell 6-8 og 6-9.

Rating	Likviditetsgrad 1	Rentedekningsgrad	Egenkapitalprosent	Netto driftsrentabilitet
AAA	11,600	16,900	0,940	0,350
	8,900	11,600	0,895	0,308
AA	6,200	6,300	0,850	0,266
	4,600	4,825	0,755	0,216
A	3,000	3,350	0,660	0,166
	2,350	2,755	0,550	0,131
BBB	1,700	2,160	0,440	0,096
	1,450	1,690	0,380	0,082
BB	1,200	1,220	0,320	0,068
	1,050	1,060	0,270	0,054
B	0,900	0,900	0,220	0,040
	0,750	0,485	0,175	0,026
CCC	0,600	0,070	0,130	0,012
	0,550	-0,345	0,105	-0,002
CC	0,500	-0,760	0,080	-0,016
	0,450	-1,170	0,030	-0,030
C	0,400	-1,580	-0,020	-0,044
	0,350	-1,995	-0,100	-0,058
D	0,300	-2,410	-0,180	-0,072

Tabell 6-7 Syntetisk rating basert på rammeverket til Knivsflå (Knivsflå, 2016g)

Norway Royal Salmon	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Tidsvektet gjennomsnitt
Likviditetsgrad	1,61	1,52	1,79	1,75	2,14	1,81	1,80
Rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Rentedekningsgrad	2,77	0,92	10,10	11,09	11,77	40,56	14,71
Rating	A	B	AA	AA	AAA	AAA	AAA
Egenkapitalprosent	38,84%	36,79%	41,06%	36,99%	39,82%	46,89%	42,77%
Rating	BBB	BB	BBB	BB	BBB	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet	4,80%	2,00%	19,30%	11,30%	14,50%	62,60%	21,55%
Rating	B	CCC	A	BBB	A	AAA	A
Sum	BB	BB	A	BBB	A	AA	BBB

Tabell 6-8 Syntetisk rating til NRS i perioden 2011-2016T

Bransje	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Tidsvektet gjennomsnitt
Likviditetsgrad	2,93	2,58	2,76	2,82	2,73	2,76	2,76
Rating	A	A	A	A	A	A	A
Rentedekningsgrad	4,42	1,70	5,97	6,97	5,75	11,93	6,50
Rating	A	BBB	AA	AA	AA	AAA	AA
Egenkapitalprosent	46,70%	47,40%	48,40%	44,00%	46,00%	47,90%	46,71%
Rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet	6,30%	2,40%	10,50%	8,50%	5,40%	7,20%	6,83%
Rating	BB	CCC	BBB	BBB	BB	BB	BB
Sum	BBB	BBB	A	A	BBB	A	BBB

Tabell 6-9 Syntetisk rating til bransjen i perioden 2011-2016T

Som vi kan lese ut ifra tabellene har NRS og oppdrettsbransjen en tidsvektet gjennomsnittsrating lik BBB hvilket tilsvarer en konkurssannsynlighet på 0,26%. Ettersom det ikke eksisterer en rating på NRS hos et av de store ratingselskapene som Standard &

Poor's eller Moody's har vi ikke et sammenligningsgrunnlag for ratingen funnet ved bruk av det fundamentale rammeverket.

Knivsflås rammeverk for syntetisk rating benytter kun fire forholdstall hvilket medfører at dette er en enkel ratingmodell. Videre benytter rammeverket forholdstall som vi tidligere har diskutert kvaliteten til. Blant annet tar modellen utgangspunkt i forholdstall som nødvendigvis ikke er like representative for alle bransjer. Det foreligger dermed en usikkerhet knyttet til karakterene vi har kommet frem til. Da ratingen vil bli brukt videre i vår utredningen til å beregne historiske avkastningskrav og fremtidskrav er det viktig at den gir et rettviseende bilde.

I bransjeanalysen i kapittel fire kom vi frem til at oppdrettsbransjen kan anses som en relativt stabil bransje med vekstmuligheter. Vi har også fastsatt at bransjen er i en høy til moderat vekstfase. Videre har vi kommet frem til at etterspørselen etter laks ikke vil avta og at lakseprisen følgelig vil holde et høyt nivå de kommende årene. Bransjegjennomsnittet består av de største virksomhetene i bransjen og som vi har sett i dette kapitlet er det liten risiko knyttet til likviditeten i bransjen både på kort og lang sikt. Følgelig mener vi at konkurrisikoen i bransjen er lav og at en rating på BBB muligens er for dårlig. Imidlertid er bransjen avhengig av lakseprisen som er svært volatil samt en biomasse som kan variere grunnet miljøutfordringer. Følgelig mener vi at en rating lik BBB ikke er urimelig for bransjen.

Ved hjelp av likviditetsanalysen og soliditetsanalysen i dette kapitlet har vi kommet frem til at NRS er et solid selskap og at det ikke er stor risiko knyttet til virksomheten på kort og lang sikt. Basert på de ulike nøkkeltallene har vi dog kommet frem til at det er større risiko knyttet til NRS enn bransjen hvilket stemmer med funnene i den strategiske analysen i kapittel 4. Det kan dermed diskuteres om NRS bør ha en dårligere karakter enn bransjen. Imidlertid er det ingenting som tyder på stor konkurrisiko i selskapet. Vi mener derfor at ratingen på BBB kan opprettholdes for NRS. Selv om det er risiko knyttet til Knivsflås sin fastsettelse av rating velger vi å følge rammeverket da vi mener at det ikke er noen tydelige forhold som peker på at ratingen vi har kommet frem til er feil.

7. Historisk avkastningskrav

I dette kapitlet skal vi beregne virksomhetens historiske avkastningskrav. Et avkastningskrav kan enten benyttes som en målestokk for rentabiliteten til en virksomhet eller anvendes som diskonteringsrente for å beregne verdien av virksomheten. Rentabiliteten gir innsikt i lønnsomhetsnivået og et selskap er kun lønnsomt dersom rentabiliteten til virksomheten er større en avkastningskravet. Nåverdien til en virksomhet beregnes ved å diskontere fremtidsverdien med et passende risikojustert avkastningskrav. (Knivsflå, 2016h)

Når vi skal utrede avkastningskravet kan vi benytte faktormodellen og kapitalverdimodellen. Faktormodellen forutsetter at kun systematisk risiko er relevant. Dette innebærer at dersom markedet er i likevekt er det kun den systematiske risikoen en investor kan få betalt for. Følgelig beregner vi investeringens alternative avkastning ved bruk av faktormodellen. Den alternative avkastningen er således et uttrykk for hva en investor minst må kreve. (Knivsflå, 2016h)

$$k = r_f + \beta * (r_F - r_f)$$

k = krav til alternativ avkastning, r_f = risikofri rente, β = beta, $(r_F - r_f)$ = faktorriskopremien

Kapitalverdimodellen (CAPM) er en versjon av faktormodellen som brukes i spesialtilfellet når kapitalmarkedet er ”perfekt”. I et slikt marked vil investorene også kun betale for systematisk markedsrisiko. Gjennom diversifisering kvitter investorene seg med den usystematiske risikoen. (Knivsflå, 2016h)

$$ekk = r_f + \beta_{EK} * (r_m - r_f)$$

ekk = egenkapitalkravet, r_f = risikofri rente, β_{EK} = egenkapitalbeta, $(r_m - r_f)$ = markedsrisikopremie

Egenkapitalbetaen i formelen er et mål på den systematiske risikoen ved å investere i egenkapitalen til en virksomhet. For å finne betaen til egenkapitalen multipliseres samvariasjonene mellom avkastningen til virksomheten og avkastningen til markedsindeksen, altså korrelasjons koeffisienten med relativ volatilitet. Relativ volatilitet består av avkastningsvolatiliteten til virksomheten i forhold til volatiliteten til markedsavkastningen, altså standardavviket. (Knivsflå, 2016h)

I de påfølgende delkapitlene skal vi presentere ulike avkastningskrav for NRS. Vi skal blant annet utrede historisk egenkapitalkrav, finansielt gjeldskrav, netto driftskapitalkravet og sysselsatt kapitalkravet for NRS over analyseperioden.

7.1 Krav til egenkapital og minoritet

For at analysen skal være konsistent er det viktig å kun benytte enten netto- eller bruttotall. Egenkapitalrentabiliteten er nominell rente etter skatt hvilket innebærer at sammenligningsgrunnlaget må være en nominell rente etter skatt. Følgelig må vi gjøre om komponentene i CAPM-modellen til etterskuddsrenter. Vi forutsetter samtidig at markedet ikke er helt perfekt hvilket medfører at full diversifisering ikke lengre er optimalt og kapitalmarkedet er preget av en viss markedssvikt. Ved å forutsette dette får vi følgende krav til avkastning etter skatt. (Knivsfå, 2016h)

$$ekk = r_f * (1 - s) + \beta_{EK} * mrp + ilp$$

ekk = egenkapitalkravet, r_f = risikofri rente, s = effektiv selskapsskattesats

β_{EK} = egenkapitalbeta, mrp = markedsrisikopremie, ilp = illikviditetspremie

Illikviditetspremien presentert i formelen er premien investoren krever for økt risiko da markedet ikke lengre er perfekt. Dette medfører at premien kan tolkes som en ekstra faktorpremie da "illikviditet" er en systematisk faktor ved markedssvikt. Størrelsen på illikviditetspremien avhenger av graden av markedssvikt, innlåsing i den aktuelle aksjen samt selskapsspesifikk risiko. (Knivsfå, 2016h)

Kravet til avkastningen på minoritetsinteressene består av egenkapitalkravet samt en ekstra illikviditetspremie. Den ekstra illikviditetspremien avhenger av graden av innlåsing eller illikviditet. (Knivsfå, 2016h)

$$mik = ekk + ilp_{MI}$$

mik = minoritetsinteressekravet, ekk = egenkapitalkrav, ilp_{MI} = ekstra illikviditetspremie

Før vi kan finne egenkapitalkravene til NRS må vi å utrede estimatene på risikofri rente etter skatt, markedsrisikopremien, egenkapitalbetaen og illikviditetspremiene. Det er i praksis ikke normalt å benytte seg av en risikofri rente etter skatt da skatten implisitt er innebygd i

markedsrisikopremien. Det fundamentale rammeverket benytter seg av en rente etter skatt og følgelig vil vi også benytte oss av en tilsvarende rente.

7.1.1 Risikofri rente

For at en investering skal være risikofri må avkastningen til investeringen være lik forventet avkastning. I følge Damodaran er det to kriterier som må være oppfylt for at en investering skal være risikofri og at det kun er statsobligasjoner som oppfyller disse kravene. For det første kan det ikke eksistere risiko for mislighold. Videre kan det heller ikke eksistere reinvesteringsrisiko. (Damodaran, 2012) Selv om statsobligasjoner oppfyller kravene om mislighold og reinvesteringsrisiko vil det alltid eksisterer en risiko for at staten kan gå konkurs. Dette innebærer at vi kan benytte en statsobligasjonsrente fradratt en risikopremie knyttet til ratingen til den norske stat for å finne estimatet på risikofri rente etter skatt. I henhold rammeverket kan en 3 måneders effektiv Nibor-rente (Nibor3M) også benyttes som mål på den risikofrie renten. Dette er en kort lånerente som banker benytter seg imellom. Her igjen må vi trekke fra risikopremien knyttet til at banken kan gå konkurs. (Knivsflå, 2016h)

Å benytte en Nibor3M som risikofri rente er ikke i tråd med gjeldende praksis i det norske markedet. I samarbeid med Norske Finansanalytikere Forening (NFF) har PwC gjennomført en undersøkelse kalt ”Risikopremie i det norske markedet”. I undersøkelsen fremkommer det at 57% av respondentene benytter seg av en 10-årig statsobligasjon som risikofri rente eller en normalisert langsiktig risikofri rente på rundt 3,5%. Kun 12% benytter seg i praksis av en Nibor3M. (PwC, 2015)

Valg av risikofri rente vil påvirke egenkapitalkravet samt de historiske avkastningskravene. Det er derfor viktig å påpeke at utfallet av en slik subjektiv avgjørelse vil ha en betydning for den videre analysen. Ettersom vi har valgt å utføre en fundamental verdivurdering etter rammeverket til Knivsflå vil det være naturlig å benytte seg av den risikofrie rentene som anbefales i rammeverket. Vi synes likevel det er viktig å påpeke at dette ikke nødvendigvis gjenspeiler hva som er vanlig i praksis.

Risikofri rente	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Gjennomsnitt
Nibor3M	0,029	0,022	0,018	0,017	0,013	0,011	0,018
Kreditrisikopremie	-0,006	-0,006	-0,006	-0,005	-0,005	-0,005	-0,005
Risikofri rente før skatt	0,023	0,017	0,012	0,012	0,007	0,005	0,013
Skatt	-0,006	-0,005	-0,003	-0,003	-0,002	-0,001	-0,004
Risikofrirente etter skatt	0,017	0,012	0,009	0,008	0,005	0,004	0,009

Tabell 7-1 Risikofrirente i perioden 2011-2016T

Tabell 7-1 presenterer den risikofrie renten etter skatt som vi skal benytte oss av videre i oppgaven. Årlig utvikling i Nibor3M er hentet fra Oslo Børs. (Oslo Børs, 2016c) Kreditrisikopremien etter skatt er basert på gjennomsnittlig rating for bank (AA) og årlig selskapskattesats. (Knivsflå, 2016h) Over analyseperioden ligger gjennomsnittlig risikofri rente etter skatt på 0,9% hvilket må anses som et unormalt lavt nivå. Som vi ser i tabellen har risikofri rente vært avtagende over perioden som skyldes et fallende rentenivå i markedet. Dersom vi hadde benyttet en 10-årig statsobligasjon, i tråd med gjeldene praksis, hadde vi ved å trekke fra kreditrisikopremien til Norge (AAA) fått en gjennomsnittlig risikofri rente etter skatt på 1,8% over analyseperioden. (Norges Bank, 2016c) Dette kan anses som et mer normalt rentenivå og kan tyde på at den risikofrie renten basert på Nibor3M er underestimert. Dette kan igjen medføre at vi underestimerer de historiske kravene til NRS hvilket vil få betydning for den videre analysen ettersom fremtidskravene beregnes basert på de historiske kravene.

7.1.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er definert som differansen mellom forventet avkastning i markedet og risikofri rente. Markedsavkastningen er alltid etter skatt, mens den risikofrie rentene må justeres for skatt. I prinsippet analyseres den realiserede risikopremien i markedet, men ettersom egenkapitalrentabiliteten er normalisert må markedsrisikopremien også normaliseres. (Knivsflå, 2016h) Tabell 7-2 presenterer den estimerte markedets risikopremie for regnskapsanalyseperioden.

$$mrp = r_m - r_f * (1 - s)$$

$mrp = \text{markedsrisikopremie}, r_m = \text{markedsavkastningen}, r_f = \text{risikofri rente}, s = \text{skattesats}$

Markedets risikopremie	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Gjennomsnitt
Kortsiktig perspektiv etter skatt	0,036	0,038	0,040	0,040	0,041	0,041	0,039
Vekt	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250
Langsiktig perspektiv etter skatt	0,049	0,049	0,049	0,050	0,050	0,050	0,050
Vekt	0,750	0,750	0,750	0,750	0,750	0,750	0,750
Estimert markedsrisikopremien etter skatt	0,046	0,046	0,047	0,048	0,048	0,048	0,047

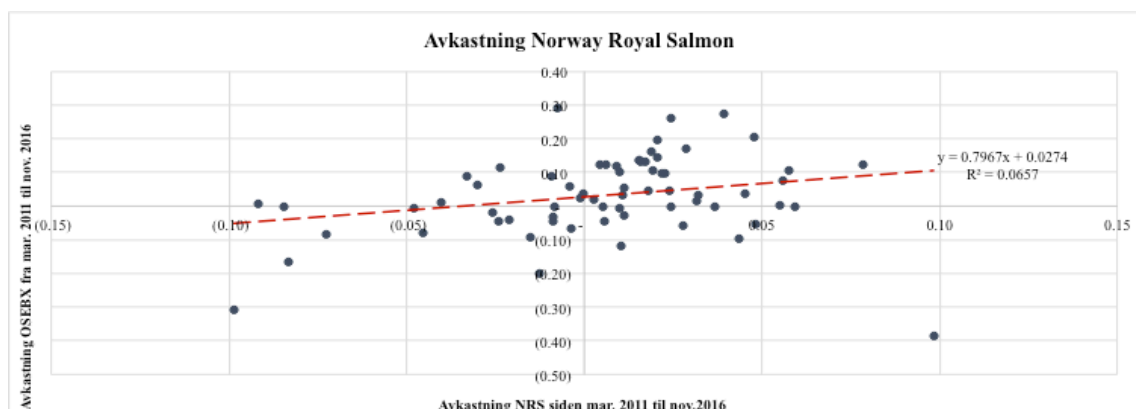
Tabell 7-2 Markedsrisikopremien i perioden 2011-2016T

Basert på utviklingen i markedsrisikopremien over analyseperioden forventer vi at markedets risikopremien i 2016T vil være 4,8%, altså likt som i 2015. I henhold til undersøkelsen til PwC og NFF ligger markedsrisikopremien i det norske markedet på 5 % i 2015 og det er forventet at den vi holde seg på dette nivået fremover. (PwC, 2015) Videre tilsier faglitteratur at risikopremien vil ligge i intervallet 4-5% på lang sikt. (Kaldestad & Møller, 2016) Følgelig mener vi at en risikopremie på 4,8% i 2016T virker rimelig. Gjennomsnittlig normalisert risikopremie etter skatt over analyseperioden blir dermed 4,7%.

7.1.3 Egenkapitalbeta

Egenkapitalbetaen er et relativt mål på den systematiske risikoen knyttet til investering i egenkapitalen til en virksomhet. Beta er dermed et mål på hvor mye en aksje svinger i forhold til markedet. Betaen til børs- eller markedsindeksen er lik 1, mens betaen til en risikofri plassering er 0. Dette innebærer at dersom egenkapitalbetaen til et selskap er større enn 1 vil risiko og forventet avkastning knyttet til investering i selskapet være større enn i aksjemarkedet generelt. Er betaen mindre enn 1 vil risiko og forventet avkastning knyttet til å investere i selskapet være mindre enn i markedet. Hvis betaen er lik 1 vil aksjen til selskapet korrelere med markedet. Det eksisterer flere teknikker for utregning av betaen til en virksomhet. Etersom NRS er børsnotert kan vi estimere egenkapitalbetaen ved hjelp av historisk kursdata. (Knivsflå, 2016h)

NRS og de komparative selskapene er alle notert på Oslo Børs og følgelig velger vi å benytte Oslo Børs som markedsindeks. For å finne egenkapitalbetaen til de fem selskapene gjennomfører vi en regresjonsanalyse hvor vi benytter oss av historisk kursdata til de ulike virksomhetene opp mot Oslo Børs. Vi har hentet kursdaten fra Yahoo Finance og basert regresjonsanalysen på månedlige observasjoner. (Yahoo Finance, 2016) Etersom NRS ble børsnotert i 2011 har vi kun mulighet til å benytte oss av kursdata fra og med noteringspunktet. Funnen fra analysene er presentert i figur 7-1 og tabell 7-3.



Figur 7-1 Avkastningen til NRS i perioden mars 2011 - november 2016

NORWAY ROYAL SALMON

Regresjonsstatistikk

Multipel R	0,256321466
R-kvadrat	0,065700694
Justert R-kvadrat	0,051326858
Standardfeil	0,115988246
Observasjoner	67

	fg	SK	GK	F	Signifikans-F
Regresjon	1	0,061492939	0,061492939	4,570853343	0,036285361
Residualer	65	0,874462758	0,013453273		
Totalt	66	0,935955696			

	Koeffisienter	Standardfeil	t-Stat	P-verdi	Nederste 95%	Øverste 95%	Nedre 95,0%	Øvre 95,0%
Skjæringspunkt	0,027409671	0,014310721	1,915324213	0,059852603	-0,001170813	0,055990156	-0,001170813	0,055990156
Avkastning OSEBX	0,796734319	0,372661803	2,137955412	0,036285361	0,052477305	1,540991333	0,052477305	1,540991333

Tabell 7-3 Regresjonsanalyse av NRS og OSEBX i perioden mars 2011 - november 2016 (Yahoo Finance, 2016)

Ut ifra tabellen kan vi lese at egenkapitalbetaen til NRS er 0,7967 hvilket innebærer at NRS har vært mindre volatil enn Oslo Børs i løpet av analyseperioden. Dette medfører at dersom indeksen til Oslo Børs stiger med 1% vil NRS stige med 0,7967%. Det verd å merke seg at det kan forekomme feil under utregningen av betaverdien grunnet blant annet utvalgsfeil. På lang sikt tilsier teori at egenkapitalbetaen til en virksomhet vil gå mot 1. Dermed ønsker vi å justere betaen slik at den blir normalisert. (Knivsflå, 2016h)

$$\beta^* = \frac{2}{3} * \beta + \frac{1}{3} * 1,000$$

β^* = beta justert, β = beta ujustert

Beta	NRS	SALMAR	LERØY	MARINE HARVEST	GRIEG	Vektet snitt
Egenkapitalbeta β	0,7967	0,8092	0,8925	-0,0375	1,1422	0,4827
Egenkapitalbeta justert β^*	0,8645	0,873	0,9284	0,3083	1,0948	0,6551

Tabell 7-4 Justerte betaverdier til selskapene i bransjegenomsnittet

I tabell 7-4 er både den ujusterte og den justerte betaen til de ulike selskapene presentert. De justerte betaene ligger nærmere 1 enn de ujusterte og vi velger dermed å benytte disse videre i analysen.

7.1.4 Illikviditetspremie

Som tidligere nevnt avhenger illikviditetspremien av graden av markedssvikt, innlåsing i den aktuelle aksjen, eventuelle skatter og selskapsspesifikk risiko. Da det ikke eksisterer en enkel teori om hvordan illikviditetspremier skal fastsettes må vi benytte oss av beste skjønn. (Knivsflå, 2016h) NRS og alle de komparative selskapene er notert på Oslo Børs hvilket medfører at de er likvide og lett omsettelige. Dette taler for at illikviditetspremien for majoritet settes til 0% og vil følgelig ikke ha videre innvirkning på utredningen. Ettersom minoriteten ofte er ”låst inn” gjennom at datterselskaper ikke er notert forekommer det en ekstra illikviditetspremie ved utregningen av minoritetskravet. Hvor stor den ekstra illikviditetsgraden er avhenger av graden av innlåsing av minoriteten. Basert på skjønn fastsetter vi denne til 2% for NRS.

7.2 Finansielle krav

Det neste vi skal se på er kredittrisikoen til selskapet. Som defineres risikoen som faren for at selskapet helt eller delvis ikke klarer å betale tilbake skyldig gjeld samt renter. Det er viktig å merke seg at kredittrisikoen også er påvirket av markedet hvilket medfører at markedsrisikoen er en del av kredittrisikoen. Kredittrisikoen er systematisk da den ikke kan diversifiseres bort. Følgelig vil långiver kreve en ekstra premie i tillegg til den risikofrie renten for å ta på seg denne tapsrisikoen. (Knivsflå, 2016h) Kredittrisikoen vil ha innvirkning på selskapets konkursrisiko og dermed vil vi i de påfølgende delkapitlene beregne selskapets finansielle krav knyttet til gjeld, eiendeler og netto driftskapital.

7.2.1 Finansielt gjeldskrav

Det finansielle gjeldskravet består av den risikofrie renten samt en kredittrisikopremie. Premien består igjen av virksomhetens sannsynlighet for konkurs og tapsprosenten ved

konkurs. Ettersom den risikofrie renten er beregnet etter skatt må vi følgelig gjøre det samme for kredittrisikopremien. (Knivsflå, 2016h)

$$fgk = r_f * (1 - s) + p * t * (1 - s)$$

fgk = finansielt gjeldskrav, r_f = risikofri rente, p = sannsynlighet for konkurs, t = tapsprosent ved konkurs, s = skattesats

$$fgk = r_f + krp_L$$

krp_L = langsiktig kredittrisikopremie

Kredittrisikopremien fastsettes basert på rating eller syntetisk rating. Ettersom NRS sin gjeld hovedsakelig består av langsiktige lån vil det være hensiktsmessig å se på selskapet langsiktige kredittrisiko fremfor den kortsiktige. Knivsflås estimater for kredittrisikopremien tar utgangspunkt i den syntetiske ratingen og er presentert i tabell 7-5.

Rating	Kort KRP etter skatt	Lang tillegg etter skatt	Lang KRP etter skatt
AAA	0,002	0,004	0,006
AA	0,004	0,004	0,008
A	0,006	0,004	0,010
BBB	0,010	0,004	0,014
BB	0,027	0,004	0,031
B	0,040	0,004	0,044
CCC	0,079	0,004	0,083
CC	0,145	0,004	0,149
C	0,210	0,004	0,214
D	0,276	0,004	0,280

Tabell 7-5 Kredittrisikopremie basert på syntetisk rating (Knivsflå, 2016h)

Med utgangspunkt i presenterte estimater kan vi videre beregne NRS sitt finansielle gjeldskrav. Utregningen samt kravene og snittet for analyseperioden er presentert i tabell 7-6.

Finansielt gjeldskrav		2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Gjennomsnitt
Syntetisk rating		BB	BB	A	BBB	A	AA	BBB
Risikofri rente etter skatt	<i>r_f</i>	0,017	0,012	0,009	0,008	0,005	0,004	0,008
Kredittrisikopremie	<i>krp</i>	0,031	0,031	0,010	0,014	0,010	0,008	0,016
Finansielt gjeldskrav	<i>fgk</i>	0,048	0,043	0,019	0,022	0,015	0,012	0,024

Tabell 7-6 Finansielt gjeldskrav til NRS i perioden 2011-2016T

Som vist i tabellen har NRS et gjennomsnittlig gjeldskrav på 2,4%. Over analyseperioden reduseres risikofri rente og kredittrisikopremien til selskapet og følgelig vil også gjeldskravet minke. Som vi ser i tabellen faller kravet mye fra 2012 til 2013. Hovedårsaken til reduksjonen er endringen i ratingen til NRS som er to karakterer bedre i 2013 enn i 2012. Oppgangen i karakteren kan igjen forklares av økt netto driftsrentabilitet og rentedekningsgrad som følge av at lakseprisene steg med nesten 50% fra 2012 til 2013. Disse endringene medfører at

konkursrisikoen til NRS reduseres og følgelig krevere långivere et lavere avkastningskrav. At en rating karakter kan øke med to klasser i løpet av et år viser at Knivsflå sin syntetiske rating er svært følsom overfor endringer. Det skal dog sies at netto resultatet til NRS øker med nesten 900% fra 2012, og følgelig vil den økonomiske situasjonen i selskapet endres mye.

Et gjennomsnittlig gjeldskrav på 2,4% må anses som unormalt lavt da NRS over analyseperioden har hatt rentekostnader som tilsvarer ett gjennomsnittlig rentenivå på omtrent 4%. Dette tyder på at långiverne knytter en høyere risiko til selskapet enn det gjeldskravet gjør og følgelig krever de et høyere avkastningskrav i form av en høyere rente. Rentenivået har vært avtakende over analyseperioden som følge av fallet i styringsrenten, men har hele tiden ligget over gjeldskravet presentert i tabell 7-6. Det kan dermed diskuteres om metoden og komponentene som benyttes til beregning av finansielt gjeldskrav i det fundamentale rammeverket underestimerer kravet og følgelig undervurderer risikoen i selskapet.

En av årsakene til at kravet kan ha blitt underestimert er den syntetiske ratingen som er gjennomført av NRS. Som vi kan se ligger ratingkarakteren til NRS i 2015 og 2016T over den tidsvektede ratingen på BBB. Årsaken til at ratingkarakteren har økt er den unormalt høye rentedekningsgraden og netto driftsrentabiliteten som vi diskuterte tidligere i kapittel 6. En unormal høy rating i kombinasjon med en unormal lav risikofrirente har medført at vi har fått et unormalt lavt finansielt gjeldskrav. Dette vil påvirke videre analyse og kan medføre at verdier estimatet på NRS blir overvurdert i kapittel 11. Dette viser igjen at det fundamentale rammeverket er svært sensitiv overfor inputverdier og følgelig kan valg av komponenter i utregninger få stor betydning for videre analyser og det endelige verdier estimatet.

7.2.2 Finansielt eiendelskrav

Det neste kravet vi skal se på er kravet til virksomhetens finansielle eiendeler. Finansielt eiendelskrav kan beskrives som det vektete kravet mellom kontantkravet, fordringskravet og investeringskravet. (Knivsflå, 2016h)

$$fek = kk * \frac{KON}{FE} + fk * \frac{FOR}{FE} + ik * \frac{INV}{FE}$$

*fek = finansielt eiendelskrav, kk = kontantkravet, fk = fordringskravet, ik = investeringskravet,
FE = finansielle eiendeler, KON = kontanter og kontantekvivalenter, FOR = finansielle fordringer, INV = finansielle investeringer*

$$kk = r_f * (1 - s)$$

$$fk = (r_f * (1 - s) + krp_{FOR})$$

$krp_{FOR} = \text{kredittrisikopremie fordringer}$

$$ik = r_f * (1 - s) + \beta_{INV} * mrp + ilp$$

$\beta_{INV} = \text{Investeringsbeta}$

Ved utregningen av det finansielle eiendelskravet foretar vi noen forutsetninger. Den første forutsetningen er at vi antar at fordringene har en BBB-rating da dette anses som den gjennomsnittlige ratingen for selskaper på Oslo Børs. Videre må vi fastsette om virksomhetens finansielle fordringer er langsiktige eller kortsiktige ettersom dette vil påvirke kredittrisikopremien. I NRS sitt tilfelle er de finansielle fordringene hovedsakelig kortsiktig og vi benytter oss dermed av en kortsiktig kredittrisikopremie ved utregningen av fordringskravet. Den neste forutsetningen som vi foretar oss er at betaen knyttet til virksomhetens finansielle investeringene settes til 1 ettersom dette er betaen til børs- og markedsindeksen. Vi forutsetter også at illikviditetspremien er null da investeringene med stor sannsynlighet er lett omsettelige og dermed ikke kan anses som innelåst. (Knivsflå, 2016h) Med bakgrunn i nevnte forutsetninger kan vi beregne virksomhetens finansielle eiendelskrav over analyseperioden. Utregningen og resultatet er presentert i tabell 7-7.

Finansielt eiendelskrav		2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Gjennomsnitt
Kontantkrav	<i>kk</i>	0,017	0,012	0,009	0,008	0,005	0,004	0,008
Kontantvekt	<i>KON/FE</i>	0,465	0,552	0,922	0,926	0,908	0,883	0,811
Fordringskrav	<i>fk</i>	0,027	0,022	0,019	0,018	0,015	0,014	0,018
Fordringsvekt	<i>FOR/FE</i>	0,282	0,262	0,054	0,045	0,090	0,115	0,126
Investeringskrav	<i>ik</i>	0,062	0,058	0,055	0,055	0,053	0,051	0,055
Investeringsvekt	<i>INV/FE</i>	0,253	0,187	0,024	0,029	0,002	0,002	0,063
Finansielt eiendelskrav	<i>fek</i>	0,031	0,023	0,010	0,010	0,006	0,005	0,012

Tabell 7-7 Finansielt eiendelskrav til NRS i perioden 2011-2016T

Igjen ser vi at det er en stor reduksjon i kravet mellom 2012 og 2013. I 2013 reduseres investerings- og fordringsvektene, mens kontantbeholdningen til virksomheten øker. Dette kan forklares av økningen i netto driftsresultat som ble drøftet i 7.2.1. Vi kan lese fra tabellen at kravet synker over analyseperioden og at gjennomsnittlig eiendelskrav ligger på 1,2%. Dette kan anses som et lavt krav, men nivået på kravet kan forsvares av sammensetningen av de finansielle eiendelene til NRS. Ettersom selskapets finansielle eiendeler i hovedsak består av kontanter og kontantekvivalenter kan vi forvente et lavt finansielt eiendelskrav ettersom risikoen og følgelig avkastningen knyttet til disse eiendelene er lav.

7.2.3 Netto finansielt gjeldskrav

Det siste finansielle gjeldkravet som vi skal beregne er netto finansielt gjeldskrav. Dette kravet er et vektet krav av finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav. (Knivsfå, 2016h)

$$nfgk = fgk * \frac{FG}{NFG} - fek * \frac{FE}{NFG}$$

$nfgk$ = netto finansielt gjeldskrav, fgk = finansielt gjeldskrav, FG = finansielle gjeld
 NFG = netto finansiell gjeld, fek = finansielt eiendelskrav, FE = finansielle eiendeler

Vi har i de foregående delkapitlene beregnet finansielt gjeldskrav og finansielt egenkapitalkrav og kan følgelig benytte disse resultatene til å beregne virksomhetens netto finansielle gjeldskrav. Tabell 7-8 presenterer utregningen samt resultatet.

Netto finansielt gjeldskrav		2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Gjennomsnitt
Finansielt gjeldskrav	<i>fgk</i>	0,048	0,043	0,019	0,022	0,015	0,012	0,024
Finansiell gjeldsvekt	<i>FG/NFG</i>	1,063	1,030	1,078	1,117	1,264	1,746	1,247
Finansielt eiendelskrav	<i>fek</i>	0,031	0,023	0,010	0,010	0,006	0,005	0,012
Finansielle eiendelsvekt	<i>FE/NFG</i>	0,062	0,029	0,077	0,116	0,263	0,744	0,246
Netto finansielt gjeldskrav	<i>nfgk</i>	0,049	0,044	0,019	0,024	0,018	0,017	0,026

Tabell 7-8 Netto finansielt gjeldskrav til NRS i perioden 2011-2016T

Over analyseperioden ligger gjennomsnittlig krav på 2,6% og vi har i delkapittel 7.2.1 og 7.2.2 diskutert årsakene til endringene i tabellen. Grunnet det unormalt lave finansielle gjeldskravet blir også netto finansielt gjeldskrav unormalt lavt. Det kan også nevnes at kravet reduseres gjennom perioden med unntak av i år 2014 hvor det øker. Dette kan forklares med et økt gjeldskrav i 2014 som skyldes et dårlig år i bransjen. I 2014 slet oppdrettsnæringen mye med lus hvilket førte til høye kostnader, lavere produksjonsvolum og følgelig dårligere resultat.

7.2.4 Finansiell gjeldsbeta, finansiell eiendelsbeta og netto finansiell gjeldsbeta

For å kunne beregne netto driftskapitalbeta og den årlige egenkapitalbetaen til NRS må vi kjenne til selskapets netto finansiell gjeldsbeta. Denne finner vi ved å vekte finansiell gjeldsbeta og finansiell eiendelsbeta. Dermed skal vi i de påfølgende delkapitlene beregne betaene til selskapets finansielle eiendeler og gjeld. (Knivsfå, 2016h)

7.2.4.1 Finansiell gjeldsbeta

Virksomhetens finansielle gjeldsbeta utarbeides ved å se på forholdet mellom kredittrisikoen multiplisert med markedsrisikodelen og markedsrisikopremien. Markedsrisikodelen defineres som den delen av konkursrisikoen som oppstår i økonomien generelt og ligger mellom 0 til 1. (Knivsflå, 2016h)

$$\beta_{FG} = \frac{mrd * krp}{mrp}$$

β_{FG} = finansiell gjeldsbeta, mrd = markedsrisikodel, krp = kredittrisikopremie, mrp = markedsrisikopremie

Markedsrisikodelen beregnes ved å benytte R^2 fra regresjonsanalysen som ble foretatt i delkapittel 7.1.3. Denne viser forholdet mellom børs- og egenkapitalavkastning. Følgelig må vi videre justere R^2 med en passende faktor slik at den reflekterer gjeldavkastningen. Vi benytter en justeringsfaktor på 1/3. (Knivsflå, 2016h) Den langsiktige kredittrisikopremien og markedspremien kjenner vi fra tidligere og dermed kan vi beregne betaen til gjelden. Utregningen og resultatet er presentert i tabell 7-9.

Finansiell gjeldsbeta		2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Gjennomsnitt
Lang kredittrisikopremie	krp_L	0,031	0,031	0,010	0,014	0,010	0,008	0,016
Markedspremien	mrp	0,046	0,046	0,047	0,047	0,048	0,048	0,047
Markedsrisikodel FG	mrd_{FG}	0,022	0,022	0,022	0,022	0,022	0,022	0,022
Finansiell gjeldsbeta	B_{FG}	0,015	0,015	0,005	0,007	0,005	0,004	0,007

Tabell 7-9 Finansiell gjeldsbeta til NRS i perioden 2011-2016T

7.2.4.2 Finansiell eiendelsbeta

For å beregne finansielle eiendelsbeta til NRS benytter vi oss av følgende formel fra det fundamentale rammeverket. (Knivsflå, 2016h)

$$\beta_{FE} = \beta_{KON} * \frac{KON}{FE} + \beta_{FOR} * \frac{FOR}{FE} + \beta_{INV} * \frac{INV}{FE}$$

β_{FE} = finansiell eiendelsbeta, FE = finansielle eiendeler, KON = kontanter, FOR = fordringer, INV = investeringer

Vi forutsetter at kontanter er risikofrie finansielle eiendeler hvilket medfører at betaen til kontantene er lik 0. Betaen til investeringene kjenner vi fra delkapittel 7.2.2 der den ble satt til 1. Følgelig er det kun betaen til fordringene som her er ukjent.

$$\beta_{FOR} = \frac{krp_{FOR} * mrd}{mrp}$$

β_{FOR} = fordringsbeta, krp_{FOR} = kredittrisikopremie fordringer, mrd = markedsrisikodel, mrp = markedsrisikopremie

Kredittrisikoen til fordringene og markedsrisikopremien er kjent fra tidligere og vi velger å benytte oss av samme markedsrisikodel som ble benyttet ved utregningen av gjeldsbetaen. Gjeldsbetaen til NRS over analyseperioden er presentert i tabell 7-10.

Finansiell eiendelsbeta		2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Gjennomsnitt
Kort kredittrisikopremie	krp_K	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
Markedsrisikopremien	mrp	0,046	0,046	0,047	0,047	0,048	0,048	0,047
Markedsrisikodel	mrd	0,022	0,022	0,022	0,022	0,022	0,022	0,022
Fordringsbeta	β_{FOR}	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
Fordringsvekt	FOR/FE	0,282	0,262	0,054	0,045	0,090	0,115	0,126
Kontantbeta	β_{KON}	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Kontantvekt	KON/FE	0,465	0,552	0,922	0,926	0,908	0,883	0,811
Investeringsbeta	β_{INV}	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Investeringsvekt	INV/FE	0,253	0,187	0,024	0,029	0,002	0,002	0,063
Finansiell eiendelsbeta	β_{FE}	0,255	0,188	0,024	0,029	0,002	0,003	0,064

Tabell 7-10 Finansiell gjeldsbeta til NRS i perioden 2011-2016T

7.2.4.3 Netto finansiell gjeldsbeta

Til slutt kan vi benytte funnene fra de to foregående delkapitlene til å beregne netto finansiell gjeldsbeta til NRS. Betaen finner vi ved å vekte finansiell gjeldsbeta og finansiell eiendelsbeta. Merk at netto finansiell gjeldsbeta kan være negativ. (Knivsfå, 2016h)

$$\beta_{NFG} = \beta_{FG} * \frac{FG}{NFG} - \beta_{FE} * \frac{FE}{NFG}$$

β_{NFG} = netto finansiell gjeldsbeta, FG = finansiell gjeld, NFG = netto finansiell gjeld, FE = finansielle eiendeler

Utregning og resultat av netto finansiell gjeldsbeta for NRS over analyseperioden er presentert i tabell 7-11.

Netto finansiell gjeldsbeta		2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Gjennomsnitt
Finansiell gjeldsbeta	β_{FG}	0,015	0,015	0,005	0,007	0,005	0,004	0,007
Finansiell gjeldsvekt	FG/NFG	1,063	1,030	1,078	1,117	1,264	1,746	1,247
Finansiell eiendelsbeta	β_{FE}	0,255	0,188	0,024	0,029	0,002	0,003	0,064
Finansiell eiendelsvekt	FE/NFG	0,062	0,029	0,077	0,116	0,263	0,744	0,246
Netto finansiell gjeldsbeta	β_{NFG}	-0,000	0,010	0,003	0,004	0,005	0,004	0,005

Tabell 7-11 Netto finansiell gjeldsbeta til NRS i perioden 2011-2016T

I tabellen ser vi at NRS har en netto finansiell gjeldsbeta i 2011 tilnærmet lik 0. Deretter vokser netto finansiell gjeldsbeta over analyseperioden før den synker i 2016T. Endringene i betaen kommer fra endringene i gjelds- og eiendelsbetaen samt vektingen ved hjelp av finansielle eiendeler og gjeld.

7.3 Netto driftskapitalbeta og årlig egenkapitalbeta

I henhold til Miller og Modigliani er det to proposisjoner som er gjeldene for en virksomhet. Den første går ut på at verdien av et selskap er uavhengig av finansieringen. Den andre sier at egenkapitalkravet til virksomheten vil øke i takt med gjeldsgraden. Dette innebærer at betaen til netto driftskapital vil være uavhengig av virksomhetens finansiering og følgelig konstant. Proposisjonene innebærer også at egenkapitalbetaen vil øke i takt med gjeldsgraden til virksomheten. (Knivsflå, 2016h)

$$\beta_{NDK} = \beta_{EK} * \frac{EK + MI}{NDK} + \beta_{NFG} * \frac{NFG}{NDK}$$

β_{NDK} = netto driftskapitalbeta, NDK = netto driftskapital, EK = egenkapital
 MI = minoritetsinteresser, NFG = netto finansiell gjeld

Beregningen av egenkapitalbetaen foretatt i 7.1.3 viser den gjennomsnittlige egenkapitalbetaen over analyseperioden. Dette medfører også et gjennomsnittlig egenkapitalkrav. For å finne årlig egenkapitalkrav må vi følgelig justere egenkapitalbetaene til årlige verdier. Forutsatt at betaen til minoritetsinteressene er lik betaen til egenkapitalen kan vi benytte oss av formelen for netto driftskapitalbeta til å beregne årlig egenkapitalbeta residualt. Ettersom nettodriftskapital vil være konstant over analyseperioden kan vi benytte gjennomsnittlig egenkapitalbeta og gjennomsnittlig netto finansiell gjeldsbeta til å finne årlig netto driftskapitalbeta. (Knivsflå, 2016h) Årlig netto driftskapitalbeta gitt Miller og Modiglianis forutsetninger blir lik 0,592. Denne kan vi som vist i tabell 7-12 benytte til å residualt beregne årlig egenkapitalbeta.

Netto driftskapitalbeta		2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Gjennomsnitt
Egenkapitalbeta	β_{EK}	0,951	0,982	0,956	0,892	0,848	0,705	0,864
Egenkapitalvekt	EK/NDK	0,515	0,501	0,515	0,551	0,577	0,714	0,572
Egenkapitalbeta	β_{EK}	0,951	0,982	0,956	0,892	0,848	0,705	0,864
Minoritetsvekt	MI/NDK	0,041	0,033	0,037	0,040	0,045	0,035	0,039
Netto finansiell gjeldsbeta	β_{NFG}	0,000	0,010	0,003	0,004	0,005	0,004	0,005
Netto finansiell gjeldsvekt	NFG/NDK	0,443	0,465	0,447	0,408	0,378	0,250	0,389
Netto driftskapitalbeta	β_{NDK}	0,529	0,529	0,529	0,529	0,529	0,529	0,529

Tabell 7-12 Netto finansiell gjeldsbeta til NRS i perioden 2011-2016T

7.4 Egenkapital- og minoritetskrav

Med utgangspunkt i gjennomførte utregninger, justeringer og estimatberegninger kan vi nå presenterer egenkapital- og minoritetskravene for analyseperioden i tabell 7-13.

Egenkapitalkrav		2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Gjennomsnitt
Risikofrirente etter skatt	<i>rf</i>	0,017	0,012	0,009	0,008	0,005	0,004	0,008
Justert egenkapitalbeta	β_{EK+}	0,951	0,982	0,956	0,892	0,848	0,705	0,876
Markedsrisikopremie	<i>mip</i>	0,046	0,046	0,047	0,047	0,048	0,048	0,047
Illikviditetspremie majoritet	<i>ilp_{MAJ}</i>	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Egenkapitalkrav	<i>ekk</i>	0,060	0,058	0,053	0,050	0,046	0,038	0,049
Illikviditetspremie minoritet	<i>ilp_{MI}</i>	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020
Minoritetskrav	<i>mik</i>	0,080	0,078	0,073	0,070	0,066	0,058	0,069

Tabell 7-13 Egenkapital- og minoritetskrav til NRS i perioden 2011-2016T

Gjennomsnittlig egenkapitalkrav ligger på 4,9% over analyseperioden. Som vi ser i tabellen har kravet falt i takt med at den økonomiske situasjonen i selskapet har styrket seg. Dette innebærer mindre risiko for investorene og følgelig lavere krav. Gjennomsnittlig minoritetskrav er 6,9% hvilket innebærer at risikoen knyttet til minoriteten er større en til majoriteten grunnet illikviditetsrisikoen.

7.5 Netto driftskrav og sysselsatt kapitalkrav

Det eksisterer to typer selskapskrav, nettodriftskrav og sysselsatt kapitalkrav. Disse kravene omtales som vektet avkastningskrav, WACC. Det første kravet vi skal beregne er NRS sitt netto driftskrav. I utregningen vektet egenkapitalkravet, minoritetsinteressekravet og netto finansielt gjeldskrav. (Knivsfå, 2016h) Utregningen av netto driftskravet til NRS er presentert i tabell 7-14.

$$ndk = ekk * \frac{EK}{NDK} + mik * \frac{MI}{NDK} + nfgk * \frac{NFG}{NDK}$$

ndk = netto driftskrav, *ekk* = egenkapitalkrav, *EK* = egenkapital, *NDK* = netto driftskapital, *mik* = minoritetskrav, *MI* = minoritetsinteresser, *nfgk* = netto finansielt gjeldskrav, *NFG* = netto finansiell gjeld

Netto driftskrav		2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Gjennomsnitt
Egenkapitalkrav	<i>ekk</i>	0,060	0,058	0,053	0,050	0,046	0,038	0,049
Egenkapitalvekt	EK/NDK	0,515	0,501	0,515	0,551	0,577	0,714	0,572
Minoritetskrav	<i>mik</i>	0,080	0,078	0,073	0,070	0,066	0,058	0,069
Minoritetsvekt	MI/NDK	0,041	0,033	0,037	0,040	0,045	0,035	0,039
Netto finansiell gjeldskrav	<i>nfgk</i>	0,049	0,044	0,019	0,024	0,018	0,017	0,026
Netto finansiell gjeldsvekt	NFG/NDK	0,443	0,465	0,447	0,408	0,378	0,250	0,389
Netto driftskrav	<i>ndk</i>	0,056	0,052	0,039	0,040	0,036	0,033	0,041

Tabell 7-14 Netto driftskrav til NRS i perioden 2011-2016T

Som vi kan lese av tabell 7-14 får vi igjen et unormalt lavt krav grunnet tidligere diskutert finansielt gjeldskrav. Samme tendens vil oppstå under utregningen av sysselsatt kapitalkrav. Følgelig kan risikoen i selskapet undervurderes og verdiestimatet vi skal utarbeide i kapittel 11 kan bli overvurdert. Igjen understreker dette rammeverkets sensitivitet overfor inputverdier.

Til slutt skal vi beregne NRS sitt sysselsatte kapitalkrav. Utregningen består av å vekte virksomhetens egenkapitalkrav, minoritetsinteressekrav og finansielt gjeldskrav. (Knivsfå, 2016h) Sysselsatt kapitalkravet til NRS over analyseperioden er presentert i tabell 7-15.

$$skk = ekk * \frac{EK}{SSK} + mik * \frac{MI}{SSK} + nfgk * \frac{FG}{SSK}$$

ssk = sysselsatt kapitalkrav, ekk = egenkapitalkrav, EK = egenkapital, SSK = sysselsatt kapital

mik = minoritetskrav, nfgk = netto finansielt gjeldskrav, FG = finansiell gjeld

Sysselsatt kapitalkrav		2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Gjennomsnitt
Egenkapitalkrav	<i>ekk</i>	0,060	0,058	0,053	0,050	0,046	0,038	0,049
Egenkapitalvekt	EK/SSK	0,501	0,495	0,498	0,526	0,525	0,602	0,529
Minoritetskrav	<i>mik</i>	0,080	0,078	0,073	0,070	0,066	0,058	0,069
Minoritetsvekt	MI/SSK	0,040	0,032	0,036	0,038	0,041	0,029	0,036
Finansielt gjeldskrav	<i>fgk</i>	0,048	0,043	0,019	0,022	0,015	0,012	0,024
Finansiell gjeldsvekt	FG/SSK	0,459	0,473	0,466	0,435	0,434	0,368	0,435
Sysselsatt kapitalkrav	<i>skk</i>	0,055	0,051	0,038	0,039	0,033	0,029	0,039

Tabell 7-15 Sysselsatt kapitalkrav til NRS i perioden 2011-2016T

7.6 Oppsummering avkastningskrav

Helt til slutt kan vi i tabell 7-16 presentere alle kravene til NRS som vil bli benyttet videre i analysen. Som nevnt har utviklingen i de historiske kravene i stor grad blitt påvirket av veksten i lakseprisen og følgelig endringene i netto driftsresultat. Vi har også sett at år med stor lusproblematikk har fått følger for kravene samt at kravene til selskapet og bransjen er sensitive overfor endringer og inputverdier. Dette stemmer godt med tidligere analyser knyttet til strategi og risiko.

Historiske avkastningskrav		2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Tidsvektet gjennomsnitt
Egenkapitalkrav	ekk	0,060	0,058	0,053	0,050	0,046	0,038	0,049
Minoritetskrav	mik	0,080	0,078	0,073	0,070	0,066	0,058	0,069
Finansielt gjeldskrav	fgk	0,048	0,043	0,019	0,022	0,015	0,012	0,024
Netto finansiell gjeldskrav	nfgk	0,049	0,044	0,019	0,024	0,018	0,017	0,026
Netto driftskrav	ndk	0,056	0,052	0,039	0,040	0,036	0,033	0,041
Krav til sysselsatt kapital	skk	0,055	0,051	0,038	0,039	0,033	0,029	0,039
Finansielt eiendelskrav	fek	0,031	0,023	0,010	0,010	0,006	0,005	0,012

Tabell 7-16 Oppsummering historiske avkastningskrav til NRS i perioden 2011-2016T

Som vi kom frem til i kapittel 6 er det større risiko knyttet til NRS over analyseperioden enn til bransjen. Dette bekreftes når vi sammenligner kravene i bransjen med kravene til NRS over analyseperioden. Vi ser at NRS har høyere gjennomsnittskrav enn bransjen hvilket innebærer at investorer og långivere mener at det er en større risiko knyttet til NRS.

Vi har også kommet frem til at inputverdier som benyttes til å beregne kravene og da spesielt finansielt gjeldskrav har stor innvirkning på resultatet. Dette kan anses som en svakhet ved rammeverket da utregnede krav i dette kapittelet vil få stor betydning for utarbeidelsen av verdierestimatet. I kapittelet har vi erfart at risikofri rente har stor betydning for kravene og det kan dermed diskuteres om renten er undervurdert. Vi har valgt å følge Knivsflås anbefaling og benyttet en Nibor3M rente som risikofri rente. Dersom vi hadde benyttet en 10-årig statsobligasjonsrente i tråd med gjeldende praksis hadde risikofri rente blitt høyere og følgelig hadde vi fått høyere historiske avkastningskrav.

Videre har også den syntetiske ratingen som vi gjennomførte i kapittel 6 påvirket kravene i stor grad. Vi har tidligere diskutert kvaliteten på forholdstallene som blir benyttet i den syntetiske ratingen samt utslaget toppåret 2016T har på karakterene i form av overvurderte resultater. Følgelig eksisterer det en stor risiko for at kravene og spesielt de som bygger på finansielt gjeldkrav er undervurdert.

Basert på overnevnt usikkerhet vil det være viktig å ta med risikoen for undervurderte avkastningskrav videre i analysen slik at vi ikke overestimerer verdien til selskapet gjennom opportunistisk budsjettering i kapittel 9 og 10.

8. Analyse av lønnsomhet

I dette kapitlet skal vi beregne og analysere NRS sin lønnsomhet ved bruk av rentabilitetsmåling. Vi skal i de påfølgende delkapitlene beregne ulike rentabiliteter som vi skal sammenligne med kravene vi fant i kapittel 7. Rentabilitet kan defineres som et forholdstall som uttrykker avkastningen til en kapital i form av en prosentvis rente. For eksempel uttrykker egenkapitalrentabiliteten avkastningen til egenkapitalen og netto driftsrentabilitet gir innblikk i avkastningen til selskapets netto driftskapital. Rentabiliteten kan benyttes til å vurdere lønnsomheten i en virksomhet over tid eller til å sammenligne lønnsomheten i flere ulike selskaper. (Knivsfå, 2016i)

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Resultat til kapital}}{\text{Kapital}}$$

Resultatet til en kapital kan være fullstendig eller normalisert. Ettersom den normaliserte rentabiliteten er mer fremtidsrettet enn den fullstendige vil det i en kreditt- og verdivurdering være hensiktsmessig å benytte seg av normalisert rentabilitet. Videre vil vi dermed i henhold til rammeverket benytte oss av gjennomsnittlig kapital i nevneren. Til slutt må vi justere rentabiliteten fra før- til etterskuddsrente. Ettersom vi i kapittel 7 beregnet etterskuddskrav er det viktig at vi også beregner etterskuddsrentabilitet for å få en konsistent analyse. Følgelig må vi justere formelen for utregning av rentabilitet. (Knivsfå, 2016i)

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Normalisert nettoresultat til kapitalen}}{\text{Inngående kapital} + (\Delta \text{ kapital i året} - \text{normalisert nettoresultat})/2}$$

I de påfølgende delkapitlene skal vi gjennomføre en strategisk rentabilitetsanalyse. I forhold til en mer tradisjonell rentabilitetsanalyse benytter den strategiske analysen en målestokk hvilket gjør den mer hensiktsmessig. I vårt tilfelle vil kravene som vi beregnet i kapittel 7 bli benyttet som målestokker til de ulike rentabilitetene. I tillegg til analysen skal vi gjennomføre en dekomponering av rentabilitetene og kravene for å finne kildene og følgelig få ytterligere innsikt i eventuelle strategiske fordeler. Dette innebærer at vi tar for oss de kvalitative funnene i den strategiske analysen i kapittel 4 og analyserer de kvantitativt i dette kapitlet. (Knivsfå, 2016i)

8.1 Egenkapitalrentabilitet

Den første rentabiliteten vi skal beregne er NRS sin egenkapitalrentabiliteten. Deretter skal vi benytte rentabiliteten til å beregne virksomhetens superrentabilitet som videre skal dekomponeres. For å beregne egenkapitalrentabiliteten benytter vi oss av etterskuddsformelen som vi presenterte i innledningen til dette kapitlet. (Knivsflå, 2016i)

$$ekr = \frac{NRE}{EK_{IB} + (\Delta EK - NRE)/2}$$

ekr = egenkapitalrentabilitet, NRE = netto resultat til EK, EK = egenkapital, ΔEK = endringen i egenkapitalen gjennom året

Egenkapitalrentabiliteten til NRS over analyseperioden er presentert i tabell 8-1 og som vi ser svinger denne mye. De lave lakseprisene i 2012 fører til negativ egenkapitalrentabilitet og de høye prisene i 2016T medfører en unormal høy rentabilitet. Følgelig har lakseprisen stor innvirkning på egenkapitalrentabiliteten til NRS. Som i risikoenalysen velger vi å se litt bort 2016T-tallene når vi skal analysere NRS sine fordeler da vi mener at tallene ikke representerer en varig trend. Likevel synes vi det er viktig å inkludere de ettersom 2016T representerer en topp i de sykliske svingningene i bransjen.

Egenkapitalrentabilitet	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekt	10,0 %	15,0 %	17,5 %	17,5 %	20,0 %	20,0 %	
Netto resultat til egenkapital	39 980	-5 419	191 846	151 278	187 449	586 799	218 081
Justert egenkapital	518 492	569 305	566 710	720 738	835 552	833 642	696 387
Egenkapitalrentabilitet	0,077	-0,010	0,339	0,210	0,224	0,704	0,288

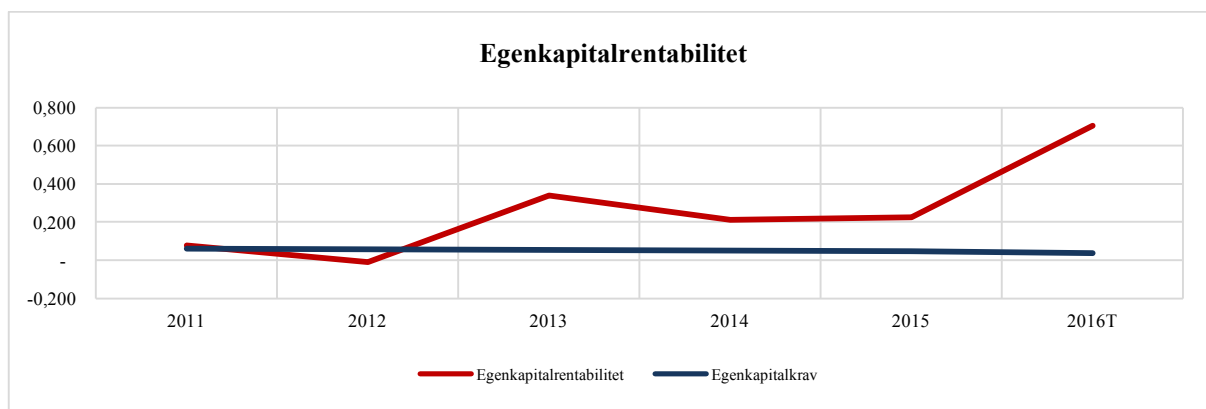
Tabell 8-1 Utviklingen i egenkapitalrentabiliteten til NRS i perioden 2011-2016T

8.1.1 Superrentabilitet

Uten en målestokk gir ikke egenkapitalrentabiliteten beregnet i kapittel 8.1 stor innsikt i lønnsomheten til NRS. Ved å benytte oss av egenkapitalkravet som sammenligningsgrunnlag kan vi regne ut superrentabiliteten til virksomhetens egenkapital. Dette forholdstallet vil gi innsikt i om NRS besitter en strategisk fordel. (Knivsflå, 2016i)

Strategisk fordel		2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekt		10,0 %	15,0 %	17,5 %	17,5 %	20,0 %	20,0 %	
Egenkapitalrentabilitet	<i>ekr</i>	0,077	-0,010	0,339	0,210	0,224	0,704	0,288
Egenkapitalkrav	<i>ekk</i>	0,060	0,058	0,053	0,050	0,046	0,038	0,049
Strategisk fordel (superrentabilitet)	SF	0,017	-0,067	0,285	0,160	0,178	0,666	0,238

Tabell 8-2 Strategisk fordel til NRS i perioden 2011-2016T



Figur 8-1 Egenkapitalrentabilitet og -krav til NRS i perioden 2011-2016T

Utviklingen i den strategiske fordel til NRS over analyseperioden er presentert i tabell 8-2 og figur 8-1. Med unntak av 2012 besitter NRS en strategisk fordel i alle år. Vi ser at egenkapitalkravet holder seg relativt jevnt over analyseperioden og følgelig skyldes økningen i fordelen økningen i rentabiliteten. Rentabilitetsendringene kan igjen forklares av de gode tidene i oppdrettsbransjen som har ført til høye laksepriser. Det vektete snittet tilsier en superrentabilitet på 23,8% hvilket innebærer at NRS har vært lønnsom over analyseperioden. Superrentabiliteten trekkes naturligvis opp av 2016T, men NRS har hatt en gjennomsnittlig superrentabilitet på omtrent 20% i perioden 2011-2015 hvilket innebærer at analyseperioden generelt også har vært lønnsom for bransjen og NRS.

Vi kan videre dekomponere både rentabiliteten og kravet for å få bedre innsikt i kildene til den strategiske fordelen. Superrentabiliteten kan dekomponeres i ekstern bransjefordel, intern ressursfordel og egenkapitalkravfordel. (Knivsflå, 2016b)

$$ekr - ekk = (ekr_B - ekk_B) + (ekr - ekr_B) + (ekk_B - ekk)$$

ekr = egenkapitalrentabilitet, ekk = egenkapitalkrav

Dersom superrentabiliteten består av en bransjefordel har oppdrettsbransjen en fordel sammenlignet med andre bransjer. Bransjefordelen utgjør virksomhetens eksterne fordel, mens intern ressursfordel og egenkapitalkravfordel er selskapets interne fordeler. Den interne ressursfordelen gir oss innsikt i hvorvidt selskapet besitter en superrentabilitet relativt til bransjen. Kravfordelen antyder om NRS har en fordel knyttet til egenkapitalkravet relativt til bransjen. (Knivsflå, 2016b) I de påfølgende delkapitlene skal vi se nærmere på de dekomponerte fordelene.

8.1.2 Ekstern bransjefordel

For å finne en eventuell bransjefordel i oppdrettsbransjen ser vi på differansen mellom rentabiliteten og kravet i bransjen. Dersom rentabiliteten i oppdrettsbransjen er større enn kravet besitter bransjen en superrentabilitet. (Knivsflå, 2016b)

Ekstern bransjefordel		2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekt		10,0 %	15,0 %	17,5 %	17,5 %	20,0 %	20,0 %	
Egenkapitalrentabilitet i bransjen	ekr_B	0,186	0,055	0,238	0,245	0,164	0,318	0,208
Egenkapitalkrav i bransjen	ekk_B	0,045	0,041	0,040	0,039	0,035	0,032	0,038
Superrentabilitet i bransjen	$ekr_B - ekk_B$	0,142	0,014	0,198	0,206	0,129	0,286	0,170

Tabell 8-3 Ekstern bransjefordel i perioden 2011-2016T

Basert på utregningene i tabell 8-3 kan vi se at oppdrettsbransjen besitter en superrentabilitet over hele analyseperioden. I likhet med NRS har bransjen hatt et jevn utvikling i egenkapitalkravet og følgelig skyldes svingningene i bransjefordelen rentabiliteten. Dette innebærer at NRS og bransjen er utsatt for de samme svingningen hvilket taler for at de komparative virksomhetene danner et godt bransjegjennomsnitt. Superrentabiliteten i bransjen bekrefter igjen at oppdrettsbransjen har hatt en stor lønnsomhetsvekst de siste årene.

8.1.3 Intern ressursfordel

I de påfølgende delkapitlene skal vi analysere rentabiliteter og krav i NRS relativt til oppdrettsbransjen. Følgelig skal vi tilegne oss innsikt i selskapets interne ressursfordel eller ulempe. Den interne ressursfordelen til en virksomhet kan dekomponeres i en rentabilitetsfordel og en kravfordel. Dersom selskapet besitter en rentabilitetsfordel, superrentabilitet, har selskapet en høyere rentabilitet enn bransjen. Hvis selskapet har en kravfordel innehar virksomheten et lavere egenkapitalkrav enn bransjen. Dette betyr at potensielle investorer anser NRS som en mindre risikofylt investering enn bransjen. Vi ønsker først å analysere NRS sin eventuelle superrentabilitet og utregningen er presentert i tabell 8-4.

Intern ressursfordel - Rentabilitetsfordel		2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekt		10,0 %	15,0 %	17,5 %	17,5 %	20,0 %	20,0 %	
Egenkapitalrentabilitet	ekr	0,077	-0,010	0,338	0,210	0,224	0,704	0,288
Egenkapitalrentabilitet i bransjen	ekr_B	0,186	0,055	0,238	0,245	0,164	0,318	0,208
Rentabilitetsfordel	$ekr - ekr_B$	-0,109	-0,065	0,100	-0,035	0,061	0,385	0,080

Tabell 8-4 Rentabilitetsfordel til NRS i perioden 2011-2016T

Som vi kan lese av tabellen besitter NRS en intern ressursfordel i 2012, 2015 og 2016T. Det tidsvektede gjennomsnittet tilsier en rentabilitetsfordel på 8% over analyseperioden.

Gjennomsnittlig rentabilitetsfordel trekkes opp av fordelene på 38,5% i 2016T og det kan følgelig diskuteres om det tidsvektede snittet er representativt. Ser vi på utviklingen frem til toppåret ser vi at forskjellen mellom rentabiliteten i bransjen og NRS har minket og ført til at selskapet i 2015 oppnådde en rentabilitetsfordel. Dette innebærer at NRS har hatt en positiv utvikling og at selskapet besitter ressurser som gjør at de kan konkurrere med de største aktørene i markedet.

Videre ønsker vi å se om selskapet besitter en kravfordel relativt til bransjen. Utregningen er presentert i tabell 8-5.

Intern ressursfordel - egenkapitalkravfordel		2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekt		10,0 %	15,0 %	17,5 %	17,5 %	20,0 %	20,0 %	
Egenkapitalkrav i bransjen	<i>ekk_B</i>	0,045	0,041	0,040	0,039	0,035	0,032	0,038
Egenkapitalkrav	<i>ekk</i>	0,060	0,058	0,053	0,050	0,046	0,038	0,049
Egenkapitalkravfordel	<i>ekk_B-ekk</i>	-0,016	-0,016	-0,014	-0,011	-0,011	-0,005	-0,012

Tabell 8-5 Egenkapitalkravfordel til NRS i perioden 2011-2016T

Vi ser at NRS jevnt over perioden har ett høyere krav enn bransjen og følgelig besitter NRS en kravulempe på 1,2% over analyseperioden. Sett bort i fra 2016T ser vi at ulempen holder seg på et relativt stabilt nivå gjennom perioden. Ulempen tilsier at potensielle investorer mener at det er en større risiko knyttet til NRS enn til bransjen hvilket stemmer med tidligere analyser.

8.1.4 Oppsummering strategisk fordel

Basert på utregningene vi har gjort i de foregående delkapitlene kan vi nå presentere NRS sin totale strategiske fordel samt kildene.

Hovedkilden til NRS sin strategiske fordel er den eksterne bransjefordelen. Videre viser analysen at virksomheten har klart å forbedre egenkapitalrentabiliteten hvilket har ført til en rentabilitetsfordel de siste årene. Til slutt har NRS en kravulempe i forhold til bransjen. Disse funnene stemmer godt med funnene i den strategiske analysen i kapittel 4. Gjennom den strategiske analysen kom vi frem til at det eksisterte muligheter for å opparbeide og beholde fordeler i bransjen. Videre fastsatte vi at NRS besitter ressurser som gir virksomheten

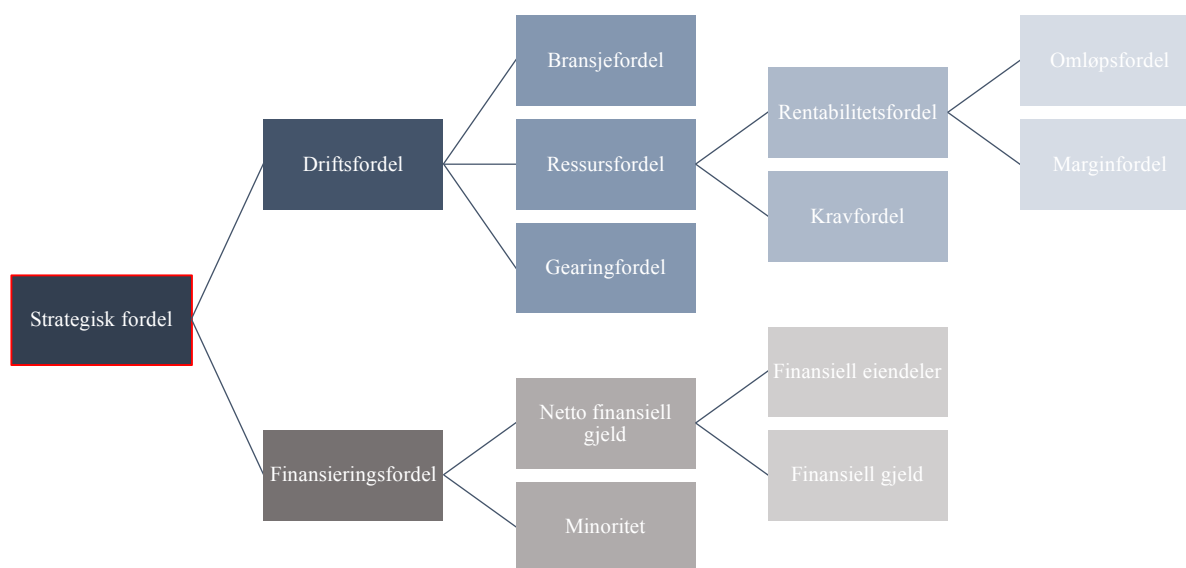
konkurranseparitet. Ser vi på rentabiliteten i NRS sammenlignet med bransjen ser vi at NRS har klart å konkurrere med de komparative selskapene og følgelig hatt en vekst i rentabiliteten. Selv om NRS har hatt en rentabilitet over bransjen de siste to årene taler dette ikke for at NRS besitter en varig superrentabilitet da oppdrettsbransjen er en syklisk bransje med store svingninger. Følgelig må en virksomhet ha en rentabilitetsfordel i forhold til bransjen over en lengre periode for å kunne si at virksomheten besitter en varig superrentabilitet.

Strategisk fordel		2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekt		10,0 %	15,0 %	17,5 %	17,5 %	20,0 %	20,0 %	
Superrentabilitet i bransjen	$ekr_B - ekk_B$	0,142	0,014	0,198	0,206	0,129	0,286	0,170
Rentabilitetsfordel	$ekr - ekr_B$	-0,109	-0,065	0,100	-0,035	0,061	0,385	0,080
Egenkapitalkravfordel	$ekk_B - ekk$	-0,016	-0,016	-0,014	-0,011	-0,011	-0,005	-0,012
Strategisk fordel	SF	0,017	-0,067	0,285	0,160	0,178	0,666	0,238

Tabell 8-6 Oppsummering strategisk fordel til NRS i perioden 2011-2016T

8.2 Rammeverk for strategisk drifts- og finansieringsanalyse

I delkapittel 8.1 kom vi frem til at NRS besitter en strategisk fordel. For å kunne analysere årsakene til denne fordelten ønsker vi i de påfølgende delkapitlene å dekomponere rentabilitetene og tilhørende krav. Som illustrert i figur 8-2 består en strategisk dekomponering av flere steg.



Figur 8-2 Rammeverk for strategisk drifts- og finansieringsanalyse (Knivsflå, 2016i)

Vi starter analysen med å utrede om fordelene oppstår grunnet drift eller finansiering da dette er relevant for den investororienterte analysen. En strategisk fordel for eierne oppstår når rentabiliteten til eiendelene er større enn kravet og rentabiliteten til gjelden er mindre enn kravet. Vi benytter netto driftskapital som estimat på NRS sin kapital. Dette medfører at virksomhetens egenkapitalrentabilitet er gitt ved netto driftsrentabilitet pluss finansiering. Ved å benytte netto driftsrentabiliteten skiller vi mellom drift og finansiering hvilket igjen er hensiktsmessig for verdivurderingen. (Knivsflå, 2016i).

Som diskutert i kapittel 7 eksisterer det en risiko for at flere av kravene kan være undervurdert som følge av lave inputverdier. Dette kan medføre at analysen i de påfølgende delkapitlene kan utrykke overvurderte fordeler i NRS. Dermed vil vi være forsiktig med å legge for mye vekt på resultatene som fremkommer i den påfølgende lønnsomhetsanalysen.

8.3 Driftsfordel

Finans anses vanligvis ikke som en betydelig kilde til en strategisk fordel da det er vanskelig å oppnå en unormal avkastning i finansmarkedet. Dette medfører at drift blir sett på som hovedkilden til den eventuelle strategiske fordelene. Driftsfordelen er i motsetning til finansieringsfordelen strategisk hvilket medfører at den kan analyseres i kombinasjon med den strategiske analysen som vi gjennomførte i kapittel 4. Driftsfordelen kan igjen dekomponeres i en strategisk driftsfordel og en gearingfordel. Den strategiske driftsfordelen er en ren driftsfordel som skaleres av en eventuell gearingfordel. (Knivsflå, 2016j)

$$\text{Strategisk fordel drift} = ndr - ndk$$

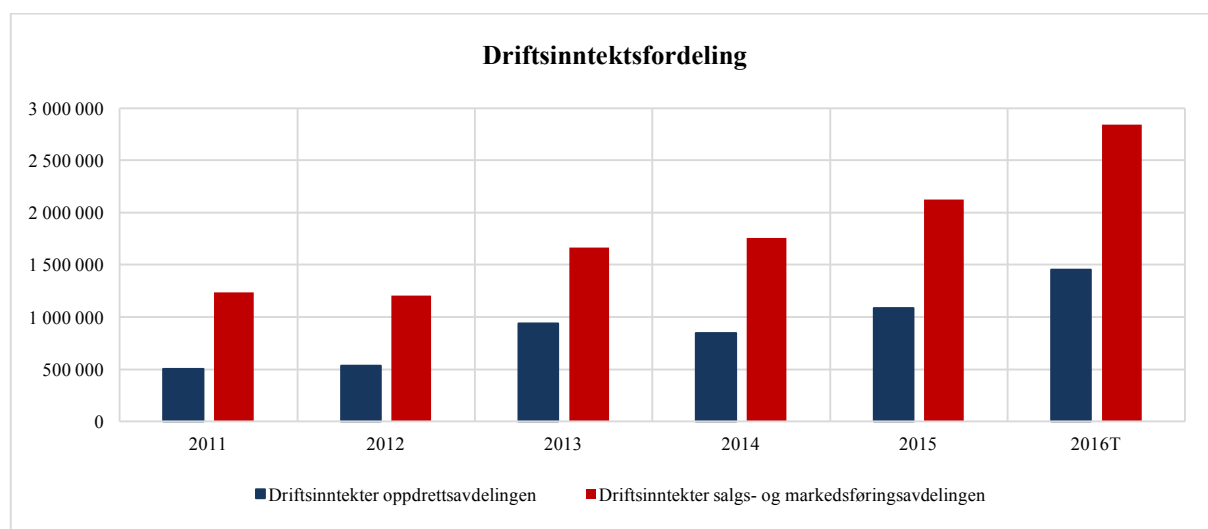
$$SFD = (ndr_B - ndk_B) + (ndr - ndr_B) + (ndk_B - ndk)$$

$$SFD = \text{strategisk fordel drift}, ndr = \text{netto driftsrentabilitet}, ndk = \text{nettodriftskrav}$$

Den strategiske driftsfordelen kan på lik linje som den strategiske fordelene dekomponeres i en bransjefordel, en ressursfordel og en kravfordel. I de påfølgende delkapitlene skal vi beregne NRS sin strategiske driftsfordel og kildene til denne samt virksomhetens gearingfordel. (Knivsflå, 2016j)

Før vi begynner med analysen av NRS sin driftsfordel må vi diskutere er det ett par momenter knyttet til driften i NRS. Som nevnt i kapittel 2 består NRS av en oppdrettsdel og en salgs- og

markedsførings del hvilket medfører at driftsinntektene stammer fra to kilder. I 2015 solgte NRS totalt 69 971 tonn fisk hvorav kun 27 903 tonn var egenprodusert. Følgelig sto oppdrettsavdelingen for omtrent 40% av inntektene, mens salgsavdelingen sto for rundt 60% som illustrert i figur 8-3. Ettersom driftsinntekten fra begge avdelingen utgjør salg av fersk og frossen laks vil inntektene generes i samme marked og følgelig være styrt av den samme volatile prisen. Ulikheten oppstår derimot når vi se på kostnadssammensetningen til de ulike avdelingene.



Figur 8-3 Fordeling av driftsinntektene i NRS i perioden 2011-2016T

Oppdrettsavdelingen har varekostnader knyttet til elementer i produksjonssyklusen som smolt, fôr og medisiner. Videre har avdelingen personal og lønnskostnader i forbindelse med produksjonsprosessen. Ettersom salgsavdelingen kjøper og videreselger ferdig oppdrettet fisk vil varekostnadene i denne avdelingen være høyere, mens lønn og personalkostnader vil være lavere. Dette innebærer at vi vil få et misvisende bilde av kostnadsdriverne i virksomheten dersom vi analyserer alle kostnader opp mot inntektene.

Vi vil også få et problem knyttet til analyse av balansepostene i selskapet. Over 90% av netto driftseiendelene i NRS knytter seg til oppdrettsvirksomheten. Ettersom salgsavdelingen i prinsippet trader laks vil denne avdelingen i størst grad kun påvirke endringene i egenkapitalen i balansen. Avdelingen kan øke varelageret med kjøpt frossen laks, men som vi ser av regnskapet er denne posten svært liten hvilket tyder på at dette ikke er tilfellet. Som nevnt tidligere er oppdrettslaks et produkt som selges forløpene. Ettersom en såpass stor del av inntektene er knyttet til salgsavdelingen, mens driftseiendelen er knyttet til

oppdrettsvirksomheten vil vi få et forholdstall knyttet til omløp av netto driftseiendeler som er langt over det normale for oppdrettsbransjen.

Med bakgrunn i nevnte elementer vil det for analysen være mest hensiktsmessig å skille mellom oppdrettsavdelingen og salgsavdelingen. Da det ikke eksisterer nok detaljinformasjon i kvartals- og årsrapportene til NRS til å skille de to avdelingene er dette dessverre ikke mulig. Det samme problemet oppstår for de komparative virksomhetene da vi ikke har mulighet til å skille ut hvilken del av finansreskapet som tilhører oppdrettsvirksomhet og hva som tilhører andre driftsområder.

I de påfølgende delkapitlene skal vi i henhold til det fundamentale rammeverket sammenligne netto driftsrentabilitet, driftsmargin og omløpet av netto driftseiendeler til NRS med tilsvarende forholdstall i bransjen. Etersom driften til de komparative virksomhetene består av en større andel egenproduksjon vil den påfølgende analysen gi et misvisende bilde av NRS. Dette innebærer at de komparative selskapene må ha en helt lik driftssammensetning som NRS for at videre analyser skal gi et rettviseende bilde av interne fordeler og ulemper. Vi mener at dette viser en stor svakhet ved den fundamentale verdivurderingsmetoden da det er svært få virksomheter som har helt lik virksomhetsoppbygning. Det viser også viktigheten knyttet til valg av komparative virksomheter da funnene i dette kapitlet danner grunnlaget for fremtidsregnskapet som igjen er utgangspunktet for verdiestimatet.

Etersom vi har valgt å gjennomføre verdivurderingen i henhold til det fundamentale rammeverket skal vi gjennomføre dekomponeringen basert på Knivsflås metoder. Vi vil dog ikke legge mye vekt på resultatene funnet i de påfølgende delkapitlene og vil foreta egne forutsetninger ved utarbeidelsen av fremtidsregnskapet i kapittel 9. Der det er mulig vil vi også splittet opp NRS i oppdretts- og salgsavdelingen for å se på inntekter og kostnader tilhørende de ulike avdelingene.

8.4 Strategisk driftsfordel

Ved å beregne differansen mellom netto driftsrentabilitet og netto driftskrav finner vi selskapets rene driftsfordel. I utregningen av selskapets netto driftsrentabilitet benytter vi

samme forutsetninger som ved utregningen av egenkapitalrentabiliteten i delkapittel 8.1.

$$ndr = \frac{NDR}{NDK_{IB} + (\Delta NDK - NDR)/2}$$

ndr = netto driftsrentabilitet, NDR = netto driftsresultat, NDK = netto driftskapital, ΔNDK = endring i netto driftskapital gjennom året

Som vi kan lese fra tabell 8-7 har NRS en strategisk driftsfordel på 16,3% over analyseperioden. I 2012 har virksomheten en driftsulempe da rentabiliteten er lavere enn kravet, men fra og med 2013 øker rentabiliteten i NRS og virksomheten får en fordel. Denne reduseres litt i 2014 som kan skyldes tidligere nevnt lusproblem, men dette skal vi se nærmere på senere i kapittelet. Driftsfordelen øker igjen i 2015 og når en topp i 2016T på 49,6%. Videre skal vi dekomponere den strategiske fordelene inn i en bransjefordel og en ressursfordel for å finne kildene.

		2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekt		10,0 %	15,0 %	17,5 %	17,5 %	20,0 %	20,0 %	
Netto driftsrentabilitet	<i>ndr</i>	0,056	0,021	0,207	0,138	0,147	0,529	0,204
Netto driftskrav	<i>ndk</i>	0,056	0,052	0,039	0,040	0,036	0,033	0,041
Ren driftsfordel	<i>RDF</i>	0,000	-0,031	0,168	0,098	0,111	0,496	0,163

Tabell 8-7 Strategisk driftsfordel til NRS i perioden 2011-2016T

8.4.1 Bransjefordel drift

En driftsfordel i bransjen kan være en av årsakene til selskapets strategiske driftsfordel. For å beregne virksomhetens bransjefordel trekker vi netto driftskravet i bransjen fra netto driftsrentabilitet i bransjen. Utregningen for oppdrettsbransjen over analyseperioden er presentert i tabell 8-8.

Bransjefordel drift		2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekt		10,0 %	15,0 %	17,5 %	17,5 %	20,0 %	20,0 %	
Netto driftsrentabilitet i bransjen	<i>ndr_B</i>	0,117	0,031	0,145	0,145	0,095	0,190	0,124
Netto driftskrav	<i>ndk_B</i>	0,042	0,038	0,034	0,034	0,032	0,028	0,034
Bransjefordel drift	<i>BFD</i>	0,075	-0,007	0,111	0,111	0,064	0,162	0,090

Tabell 8-8 Driftsfordelen i bransjen i perioden 2011-2016T

Gjennomsnittlig driftsfordel over analyseperioden er 9% hvilket er noe lavere enn driftsfordelen i NRS. Videre kan vi se at oppdrettsbransjen har en driftsfordel i alle år bortsett fra 2012 som kan skyldes de lave lakseprisene. Driftsfordelen i bransjen stemmer med den eksterne bransjeorienterte analysen i kapittel 4. Som vi kom frem til eksisterer det sterke

inngangsbarrierer i bransjen samt at konsesjoner og produksjonssyklusen begrenser tilbudet i markedet. Følgelig begrenses konkurranseintensiteten og vi får en driftsfordel i bransjen.

8.4.2 Ressursfordel drift

Det neste vi skal analysere er om selskapet besitter en ressursfordel knyttet til driften. Denne ressursfordelen kan betegnes som en selskapsfordel da grunnlaget for fordelene er særegne interne ressurser i selskapet. Dersom selskapet har sterke egenskaper kan ressursfordelen til drift øke og følgelig synke hvis selskapet besitter svake sider. Ressursfordelen kan bestå av både en rentabilitetsfordel og en kravfordel. (Knivsflå, 2016j) Det første vi skal se på er om NRS besitter en kravfordel.

Kravfordel drift		2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekt		10,0 %	15,0 %	17,5 %	17,5 %	20,0 %	20,0 %	
Netto driftskrav i bransje	<i>ndk_B</i>	0,042	0,038	0,034	0,034	0,032	0,028	0,034
Netto driftskrav	<i>ndk</i>	0,056	0,052	0,039	0,040	0,036	0,033	0,041
Kravfordel drift	<i>ndk_B-ndk</i>	-0,014	-0,014	-0,005	-0,006	-0,005	-0,005	-0,007

Tabell 8-9 Netto driftskravfordelen til NRS i perioden 2011-2016T

NRS besitter en ulempe knyttet til netto driftskrav som vi kan se i tabell 8-9. Over analyseperioden er den -0,7% hvilket innebærer en marginal ulempe. Kravet i bransjen bør være tilnærmet lik kravet i virksomheten da driften er tilnærmet lik. (Knivsflå, 2016j)

Tabellen illustrerer at forskjellen mellom kravet i bransjen og NRS minsker over driftsperioden hvilket er positivt. Dette taler for at driften i NRS utvikler seg over perioden og blir mer sammenlignbar med driften til de store aktørene i bransjen.

Rentabilitetsfordel drift		2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekt		10,0 %	15,0 %	17,5 %	17,5 %	20,0 %	20,0 %	
Netto driftsrentabilitet	<i>ndr</i>	0,056	0,021	0,207	0,138	0,147	0,529	0,204
Netto driftsrentabilitet i bransjen	<i>ndr_B</i>	0,117	0,031	0,145	0,145	0,095	0,190	0,124
Rentabilitetsfordel drift	<i>ndr-ndr_B</i>	-0,061	-0,011	0,062	-0,006	0,052	0,338	0,080

Tabell 8-10 Rentabilitetsfordel i drift til NRS i perioden 2011-2016T

Over analyseperioden har NRS en rentabilitetsfordel på 8% som vist i tabell 8-10. En rentabilitetsfordel innebærer at selskapet benytter de interne ressursene bedre enn bransjen. Som vi ser er det store svingninger i netto driftsrentabiliteten til virksomheten og bransjen. NRS har en ulempe i 2011, 2012 og 2014, og en fordel de resterende årene i analyseperioden. Videre kan vi lese av tabellen at gjennomsnittet trekkes opp av en unormalt høy rentabilitet i

2016T. Dermed kan det antas at det tidsvektede gjennomsnittet ikke representerer analyseperioden tilfredsstillende.

Basert på den strategiske analysen i kapittel 4 er det svært lite som tilsier at NRS skal ha en internressursfordel ettersom ressursene til virksomheten kun gir selskapet konkurranseparitet i bransjen. Dette innebærer at den kvalitative ressursfordelen vist i 8-10 trolig oppstår som en følge av ulikheter i driftssammensetningen som nevnt tidligere. For å analysere kildene til rentabilitetsfordelen skal vi dekomponere den driftsrelaterte ressursfordelen i en omløpsfordel og en marginfordel.

8.4.3 Omløpsfordel og marginfordel

En rentabilitetsfordel kan skyldes at et selskapet enten har en margin- eller omløpsfordel. En marginfordel oppstår dersom en virksomhet har en høyere driftsmargin enn de komparative virksomhetene. Driftsmarginfordelen genereres når virksomheten har lavere driftskostnader per krone driftsinntekt. En virksomhet kan også ha en høyere driftsinntekt per krone investert og følgelig en omløpsfordel. Omløpsfordelen kan videre oppstå grunnet lavere kapitalbinding per krone omsatt i virksomheten relativt til de komparative selskapene. For å finne kildene til rentabilitetsfordelen til NRS gjennomfører vi en Du Pont-analyse av netto driftsrentabilitet. (Knivsflå, 2016j)

$$ndr = ndm * onde$$

ndr = netto driftsrentabilitet, ndm = netto driftsmargin, onde = omløpet til netto driftseiendeler

$$ndr - ndr_B = (ndm - ndm_B) * onde + (onde - onde_B) * ndm_B$$

8.4.3.1 Marginfordel

En marginfordel oppstår dersom en virksomhet har ressurser som gir kostnadsfordeler per krone omsatt. En virksomhet kan for eksempel drive produksjon i et lavkostland hvilket medfører at virksomheten kan ha en lønnskostnadsfordel relativt til bransjen. NRS sin marginfordel beregnes ved å vekte differansen mellom selskapets og bransjens netto driftsmargin. Vektingen som benyttes er NRS sitt omløp av netto driftseiendeler. (Knivsflå, 2016j)

$$\text{Marginfordel} = (ndm - ndm_B) * onde$$

ndm = netto driftsmargin, onde = omløpet til netto driftseiendeler

Marginfordel		2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekt		10,0 %	15,0 %	17,5 %	17,5 %	20,0 %	20,0 %	
Netto driftsmargin	<i>ndm</i>	0,033	0,014	0,087	0,070	0,066	0,144	0,075
Netto driftsmargin i bransjen	<i>ndm_B</i>	0,111	0,033	0,125	0,120	0,082	0,130	0,101
Marginfordel - uvektet	<i>MF_U</i>	-0,078	-0,019	-0,038	-0,051	-0,016	0,014	-0,027
Omløpet til netto driftseiendeler	<i>onde</i>	1,723	1,536	2,366	1,989	2,217	3,683	2,345
Marginfordel - vektet	<i>MF_V</i>	-0,135	-0,029	-0,089	-0,101	-0,035	0,050	-0,062

Tabell 8-11 Marginfordel til NRS i perioden 2011-2016T

Tabell 8-11 viser at NRS har en uvektet marginulempe relativt til bransjen over analyseperioden på 2,7%. Følgelig har virksomheten en lavere driftsmargin enn de komparative virksomhetene som oppstår grunnet høyere driftskostnader per krone driftsinntekt. I likhet med tidligere analyserte budsjett drivere ser vi at driftsmarginen øker betydelig i 2016T hvilket medfører en marginal marginfordel. Over analyseperioden kan vi se at netto driftsmargin til NRS og bransjen følger samme trend og er utsatt for store svingninger hvilket underbygger forutsetningene om en syklisk bransje. For å finne kildene til denne marginulempen kan vi dekomponere ved hjelp av en ”common size”-analyse.

”Common size” – analyse

En ”common size”-analyse benyttes til å kartlegge hvilke kostnadsposter som utgjør de største marginene i et regnskap og følgelig kan vi finne kilden til selskapets marginulempe. Analysen gjennomføres ved at alle kostnadsposter uttrykkes i prosent av driftsinntektene. For at vi skal få bedre innsikt i kostnadspostens størrelse benytter vi oss av kostnadsnivået i bransjen som målestokk. (Knivsflå, 2016j)

NORWAY ROYAL SALMON	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Tidsvektet gjennomsnitt	Tidsvektet gjennomsnitt i bransje
Vekt	10,0 %	15,0 %	17,5 %	17,5 %	20,0 %	20,0 %		
Driftsinntekter	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Varekostnader	89,35%	88,31%	82,11%	83,67%	84,32%	76,96%	83,45%	49,53%
Lønn og pensjonskostnader	3,49%	4,11%	3,29%	4,02%	3,53%	3,38%	3,63%	11,23%
Andre driftskostnader	2,93%	4,10%	3,39%	3,25%	3,22%	2,19%	3,15%	12,99%
Avskrivninger	1,50%	1,75%	1,30%	1,59%	1,67%	1,48%	1,55%	3,55%
Driftsresultat fra egen virksomhet	2,73%	1,74%	9,92%	7,46%	7,26%	15,99%	8,22%	13,03%
Driftsrelatert skattekostnad	0,57%	0,37%	2,09%	1,57%	1,53%	3,37%	1,73%	3,59%
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	2,15%	1,37%	7,83%	5,89%	5,74%	12,62%	6,49%	9,26%
Netto driftsresultat fra driftstilknyttede virksomheter	1,10%	-0,02%	0,91%	1,07%	0,90%	1,73%	0,98%	0,78%
Netto driftsresultat	3,25%	1,35%	8,74%	6,96%	6,63%	14,35%	7,47%	10,04%

Tabell 8-12 Common size-analyse av NRS i perioden 2011-2016T

Basert på utregningen i tabell 8-12 kan vi se at varekostnadene helt klart utgjør den største kostnaden for NRS og er følgelig hovedkilden til NRS sin ulempe. Ettersom varekostnaden utgjør en såpass stor del av de totale kostnadene vil NRS ha en kostnadsfordel knyttet til lønn

og personalkostnader, andre driftskostnader og avskrivninger. Vi har også illustrert forskjellen i kostnadsdriverne til NRS og bransjen i tabell 8-13.

NORWAY ROYAL SALMON	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekt	10,0 %	15,0 %	17,5 %	17,5 %	20,0 %	20,0 %	
Driftsinntekter	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Varekostnader	41,98%	32,56%	35,19%	35,47%	33,30%	29,03%	33,91%
Lønn og pensjonskostnader	-7,78%	-8,66%	-8,13%	-6,65%	-7,70%	-6,97%	-7,60%
Andre driftskostnader	-9,76%	-9,54%	-9,39%	-9,22%	-10,27%	-10,63%	-9,84%
Avskrivninger	-2,09%	-2,16%	-2,14%	-1,66%	-2,05%	-1,99%	-2,00%
Driftsresultat fra egen virksomhet	-12,10%	-1,86%	-6,05%	-8,20%	-3,52%	-0,60%	14,47%
Driftsrelatert skattekostnad	-3,78%	-0,64%	-2,33%	-2,83%	-1,42%	-1,00%	-0,05%
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	-8,26%	-1,18%	-3,49%	-5,21%	-1,94%	0,76%	14,52%
Netto driftsresultat fra driftstilknyttede virksomheter	0,46%	-0,67%	-0,09%	0,26%	0,33%	0,77%	0,20%
Netto driftsresultat	-7,81%	-1,85%	-3,58%	-4,95%	-1,60%	1,53%	-2,57%

Tabell 8-13 Kostnadsnivået til NRS relativt til bransjen i perioden 2011-2016T

Som nevnt i tidligere har salgsavdelingen til NRS høye varekostnader ettersom de kjøper ferdig oppdrettslaks og følgelig vil kostnader knyttet til eksempel lønn ved produksjon av fisken være inkludert i kjøpsprisen. I 2015 sto salgsavdelingen for over 80% av de totale varekostnadene til NRS og varekostnadsnivået i tabell 8-12 vil dermed trekkes kraftig opp av dette. Følgelig ønsker vi å splitte opp kostnadene knyttet til varekostnader, andre kostnader og avskrivninger mellom salgsavdelingen og oppdrettsavdelingen i NRS over analyseperioden.

Da vi ikke har noteinformasjon om lønn og personalkostnader i de ulike avdelingen i NRS kan vi følgelig ikke analysere denne posten nærmere. Dette medfører at vi heller ikke kan analysere driftsmarginen i oppdrettsavdelingen. Kostnadskomponentene til salgsavdelingen vil ikke bli diskutert videre da vi ikke har en målestokk å sammenligne disse med. I tabell 8-14 har vi presentert kostnadspostene i oppdrettsavdelingen som vi har tilgang til gjennom noteinformasjon i årsregnskapene. 2016T har vi estimert i henhold til tidligere presenterte vekstjusteringer i kapittel 5.3.

NORWAY ROYAL SALMON	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekt	10%	15%	18%	18%	20%	20%	
Driftsinntekter	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Varekost	73%	73%	53%	50%	57%	53%	58%
Andre kostnader	19%	17%	12%	18%	16%	14%	16%
Avskrivninger	5%	6%	4%	5%	5%	4%	5%

Tabell 8-14 Fordeling av kostnader i oppdrettsavdelingen til NRS i perioden 2011-2016T

Varekostnader

Tabell 8-14 illustrerer hvor mye de ulike kostnadene utgjør av oppdrettsavdelingens totale inntekter. Som vi kan se er varekostnadsnivået mer likt bransjens kostnadsnivå enn før

oppsplittingen. NRS har fortsatt høyere varekostnader enn bransjen noe som kan skyldes integrasjonsgraden til NRS i verdikjeden. I kapittel 4 kom vi frem til at den lave integrasjonsgraden til NRS var en av virksomhetens svakheter. Et lavt integrasjonsnivå innebærer at NRS må utstede flere av prosessene i verdikjeden hvilket innebærer at antall aktører som skal ha en fortjeneste øker. Følgelig vil varekostnadene knyttet til produksjonen av laks være høyere for NRS enn for Marine Harvest som gjennomfører hele verdikjeden selv.

En annen årsak til kostnadsnivået kan være dårligere avtaler knyttet til fôr eller at NRS ikke klarer å utnytte fôret like effektivt som sine konkurrenter. Som vi nevnte i kapittel 2 er hoveddriveren til varekostnadene fôr. Den eneste virksomheten i bransjen som driver egen fôrproduksjon er Marine Harvest og følgelig vil varekostnadsnivået i bransjen være påvirket av dette da de dominerer bransjegjennomsnittet. Egen fôrproduksjon vil føre til lavere kostnader ettersom mellomledd igjen bortfaller.

Andre driftskostnader

For NRS består andre driftskostnader først og fremst av leie av lokaler og utstyr, vedlikehold, drivstoff og eksterne honorarer. (Norway Royal Salmon ASA, 2015) Som vi ser i tabellen er nivået på andre kostnader også i nærheten av bransjen etter oppsplittingen. Kostnadsnivået til NRS ligger marginalt høyere enn bransjen. Dette kan skyldes lokasjonsulempen som vi kom frem til i den strategiske analysen. Ettersom konkurrentene til NRS har flere anlegg i utlandet kan kostnader knyttet til leie av lokaler eller drivstoff være lavere for de komparative selskapene. Grunnet mangel på detaljinformasjon er det vanskelig å utdype dette kostnadsnivået ytterligere.

Avskrivninger

Siste kostnadspost som vi skal analysere er avskrivninger og som vi ser i figur 8-14 har NRS en marginal ulempe knyttet til avskrivningskostnadene sammenlignet med bransjen. Kostnadsposten holder seg relativt jevn over analyseperioden noe som er naturlig da verken NRS eller selskapene i bransjen har hatt noen store nyinvesteringer i anlegg. Reduksjonen i 2013 og økningen i 2014 skyldes avgang og tilgang på båter og flyttende anlegg. Videre skal FoU-kostnader i henhold til IFRS ikke balanseføres før det kan påvises og dokumenteres at produktet vil bli ferdig utviklet. Ettersom selskapet først i år har fått tillatelse til å sette ut triploid laks har ikke forskningen knyttet til triploid fått stor innvirkning på avskrivningen til

NRS over analyseperioden. Fremover kan NRS balanseføre kostnadene knyttet til utviklingen og følgelig kan avskrivningene øke de kommende årene.

Oppsummering marginulempe

Vi kom frem til at den uvektede marginulempen for begge avdelingene er på 2,7%. Den største kostnadskomponenten for NRS er helt klart varekostnader når vi ser på begge avdelingene og det er dette nivået virksomheten må jobbe med for å øke driftsmarginen. Ved å splitte opp avdelingene fant vi ut at varekostnadene også utgjør den største posten for oppdrettsavdelingen. Videre ligger postene andre driftskostnader og avskrivninger også over nivået i bransjen for oppdrettsavdelingen. Vi velger dog å være litt forsiktige med å fastslå for mye knyttet til de oppsplittede kostnadene ettersom vi ikke har tilgjengelig informasjon om lønn og personalposten hvilket gjør analysegrunnlaget ufullstendig.

8.4.3.2 Omløpsfordel

En omløpsfordel oppstår dersom en virksomhet besitter ressurser som gir virksomheten en bedre evne til å skape driftsinntekter per krone investert. Omløpsfordelen til NRS regnes ut ved å vekte differansen mellom selskapets og bransjens omløp til netto driftseiendeler. Vi benytter her virksomhetens netto driftsmargin som vekting. (Knivsfå, 2016j)

$$Omløpsfordel = (onde - onde_B) * ndm_B$$

onde = omløpet til netto driftseiendeler, ndm = netto driftsmargin

$$onde = \frac{DI}{NDE} = \frac{DI \text{ per kg}}{NDE \text{ per kg}}$$

DI = driftsinntekter, NDE = netto driftseiendeler

Omløpet til netto driftseiendeler, *onde*, måler evnen virksomheten har til å skape driftsinntekter per krone investert og er således et effektivitetsmål. I vårt tilfelle vil NRS besitte en omløpsfordel dersom selskapet har en høyere driftsinntekt per kilo i forhold til driftseiendeler per kilo sammenlignet med bransjen.

Omløpstallene til NRS relativt til bransjen vil bli misvisende grunnet forholdet mellom driftsinntektene og netto driftseiendeler som vi så vidt allerede har diskutert. Driftsinntektene i virksomheten knytter seg til begge avdelingene, mens netto driftseiendeler i stor grad knytter

seg til oppdrettsavdelingen. Dette innebærer at netto driftseiendelene representerer et volum på 27 903 tonn i 2015, mens salgsinntektene representerer et volum på 69 971. Følgelig vil NRS få et mye høyere omløp av netto driftseiendeler enn bransjen generelt da omløpet beregnes ved å dividere driftsinntektene på netto driftseiendeler. Ettersom andelen egenprodusert laks er større i bransjen vil også netto driftseiendeler være høyere og følgelig får de komparative selskapene et lavere omløpstall. I tabell 8-15 har vi beregnet omløpet til bransjen og NRS uten å justere noen tall.

Omløpsfordel		2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekt		10,0 %	15,0 %	17,5 %	17,5 %	20,0 %	20,0 %	
Omløpet til netto driftseiendeler	<i>onde</i>	1,723	1,536	2,366	1,989	2,217	3,683	2,345
Omløpet til bransjen	<i>onde_B</i>	1,056	0,960	1,156	1,203	1,162	1,465	1,188
Omløpsfordel - uvektet	<i>OF_U</i>	0,667	0,577	1,210	0,786	1,056	2,218	1,157
Netto driftsmargin i bransjen	<i>ndm_B</i>	0,111	0,033	0,125	0,120	0,082	0,130	0,101
Omløpsfordel - vektet	<i>OF_V</i>	0,074	0,019	0,151	0,095	0,087	0,288	0,128

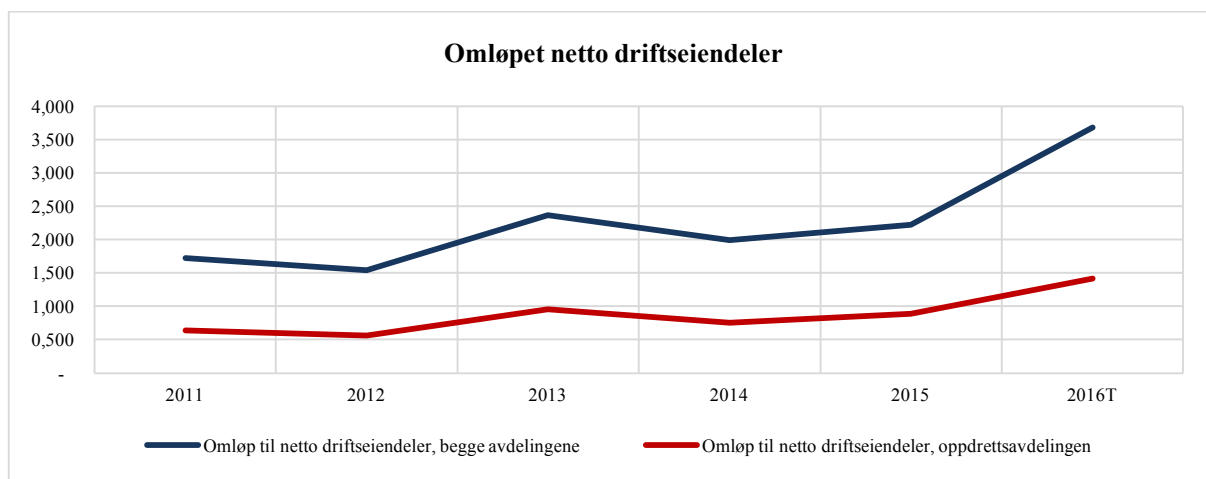
Tabell 8-15 Omløpsfordelen til NRS i perioden 2011-2016T

Som vi kan se får NRS en vektet omløpsfordel på 12,8% over analyseperioden. Denne fordelten oppstår grunnet virksomhetens høye omløp av netto driftseiendeler i forhold til bransjen som vist i tabellen. Dette innebærer at NRS har en effektivitetsfordel og følgelig er virksomheten mer effektiv i kapitalbruken. (Knivsflå, 2016j) Dette er naturlig da hovedinntekten kommer fra trading av laks hvilket innebærer at laksen som kjøpes og selges ikke blir liggende i balansen. De komparative virksomhetene vil ha høyere netto driftseiendeler ettersom de har en høyere andel av biologiske eiendeler som representerer fremtidig egenprodusert laks. Som tidligere nevnt er det naturlig at virksomheter i oppdrettsbransjen har et lavt omløp av eiendelene ettersom produksjonssyklusen for oppdrettsfisk er på 2-3 år.

I tabell 8-16 har vi beregnet omløpet til netto driftseiendelene til NRS dersom vi kun ser på egenprodusert mengde. Som vi ser er dette nivået mye mer representativt for oppdrettsbransjen samt at NRS nå har en omløpsulempe. Ettersom deler av selskapets netto driftseiendeler vil kunne knyttes til salgssavdelingene er tallene litt underestimert, men vi mener fortsatt at dette omløpet gir et mer rettviseende bilde av oppdrettsvirksomheten i NRS enn tallene i tabell 8-15. I figur 8-4 har vi sammenlignet de to ulike omløpene for å illustrere hvor mye salgssavdelingen trekker omløpet opp.

Omløpsfordel		2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekt		10,0 %	15,0 %	17,5 %	17,5 %	20,0 %	20,0 %	
Omløpet til netto driftseiendeler	<i>onde</i>	0,642	0,564	0,959	0,752	0,884	1,420	0,909
Omløpet til bransjen	<i>onde_B</i>	1,056	0,960	1,156	1,203	1,162	1,465	1,188
Omløpsfordel - uvektet	<i>OF_V</i>	-0,414	-0,396	-0,197	-0,451	-0,277	-0,045	-0,279
Netto driftsmargin i bransjen	<i>ndm_B</i>	0,111	0,033	0,125	0,120	0,082	0,130	0,101
Omløpsfordel - vektet	<i>OF_V</i>	-0,046	-0,013	-0,025	-0,054	-0,023	-0,006	-0,026

Tabell 8-16 Omløpsfordelen til oppdrettsavdelingen i NRS i perioden 2011-2016T



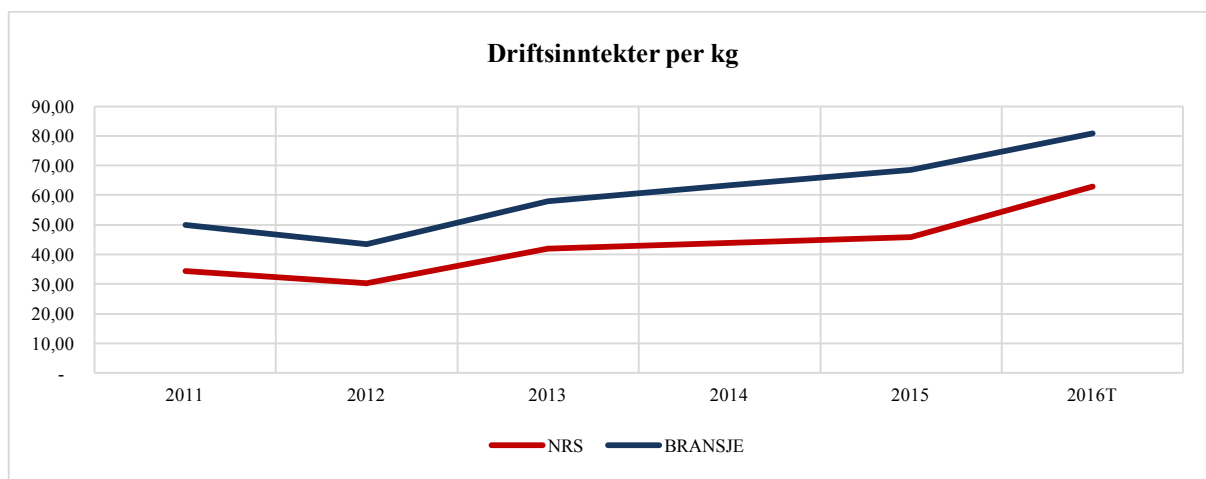
Figur 8-4 Omløpet til netto driftseiendeler til NRS i perioden 2011-2016T

For å analysere driftsinntektene på enhetsnivå i henhold til rammeverket ønsker vi å analysere driftsinntekter tilknyttet oppdrettsavdelingen per kilo laks og netto driftseiendeler per kilo. Vi benytter bransjen som sammenligningsgrunnlaget for enhetsanalysen.

I tabell 8-17 og figur 8-5 er driftsinntektene per kilo presentert for NRS og bransjen. Som vi ser har NRS en lavere driftsinntekter pr kilo enn bransjen. Dette innebærer at NRS har en ulempe knyttet til enhetsinntekten. Figuren illustrerer at NRS og bransjen følger samme trend og kiloinntektene øker over analyseperioden. Det kan videre diskuteres om bransjesnittet her er representativt da det viser en inntekt i 2016T godt over lakseprisen per kilo. Dette kan tale for at det ikke kun er NRS som har driftsinntekt fra ulike virksomhetsområder hvilket medfører at risikoen knyttet til analysen og følgelig verdiestimatet øker.

Driftsinntekt per kg oppdrettsavdelingen		2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekt		10,0 %	15,0 %	17,5 %	17,5 %	20,0 %	20,0 %	
Driftsinntekter, oppdrettsavdelingen	<i>DI</i>	645 805	640 025	1 055 505	983 270	1 280 301	1 656 993	1 104 829
Volum egenprodusert laks	<i>tonn</i>	18 781	21 162	25 191	22 356	27 903	26 341	24 222
Driftsinntekter per kg egenprodusert laks	<i>DI/kg</i>	34,39	30,24	41,90	43,98	45,88	62,91	44,76
Driftsinntekter per kg i bransjen	<i>DI_B/kg_B</i>	50,00	43,46	57,94	63,39	68,46	80,76	62,60

Tabell 8-17 Driftsinntekter per kilo, oppdrettsavdelingen til NRS i perioden 2011-2016T

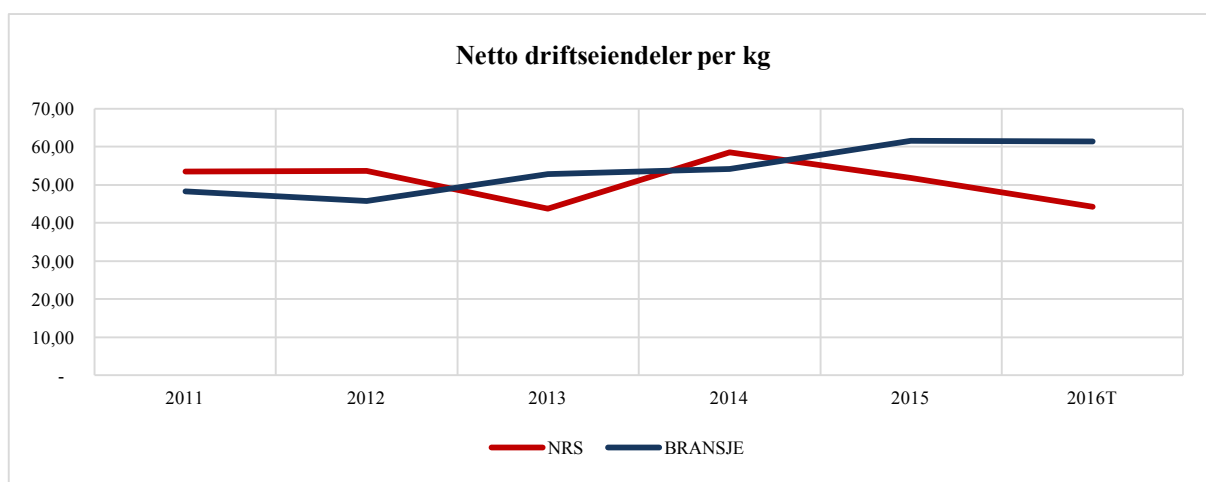


Figur 8-5 Driftsinntekter per kilo, oppdrettsavdelingen til NRS relativt til bransjen i perioden 2011 til 2016T

Som vi ser i tabell 8-18 og figur 8-6 har NRS en marginal effektivitetsulempe når vi analyserer oppdrettsavdelingen opp mot bransjen. Dette innebærer at oppdrettsavdelingen til NRS er marginalt mindre effektiv i kapitalbruken og har følgelig gjort marginalt dårligere investeringer per enhet levert. Videre kan vi lese av figurene at spesielt oppdrettsavdelingen til NRS har opplevd svingninger i effektiviteten. Videre ser vi at det tidsvektede gjennomsnittet til NRS trekkes ned av en reduksjon i 2016T som igjen kan forklares med et lavere slaktet volum.

Netto driftseiendeler per kg oppdrettsavdelingen		2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekt		10,0 %	15,0 %	17,5 %	17,5 %	20,0 %	20,0 %	
Netto driftseiendeler	NDE	1 006 208	1 135 240	1 100 253	1 307 414	1 447 898	1 167 105	1 215 249
Volum egenprodusert laks	tonn	18 781	21 162	25 191	22 356	27 903	26 341	24 222
Driftsinntekter per kg egenprodusert laks	NDE/kg	53,58	53,65	43,68	58,48	51,89	44,31	50,52
Driftseiendeler per kg i bransjen	NDE_B/kg_B	48,24	45,81	52,74	54,10	61,51	61,37	54,97

Tabell 8-18 Netto driftseiendeler per kilo, oppdrettsavdelingen til NRS relativt til bransjen



Figur 8-6 Netto driftseiendeler per kilo, oppdrettsavdelingen til NRS relativt til bransjen i perioden 2011-2016T

Basert på analysen kan vi anta at oppdrettsavdelingen til NRS har en marginal effektivitetsulempe og en relativt stor ulempe knyttet til enhetsinntektene. Dette kan tyde på at den vektete omløpsfordelen på 12,8% ikke er reell. Fordelen oppstår grunnet NRS sitt høye omløp av netto driftseiendeler som skapes av salgsavdelingen. Et omløp på over 2 er ikke representativt for oppdrettsbransjen og følgelig oppstår fordelen grunnet et dårlig sammenligningsgrunnlag. Igjen ser vi altså hvor sensitiv den fundamentale verdivurderingsteknikken kan være over for ulikheter i selskapsstruktur.

8.4.4 Oppsummering strategisk driftsfordel

I tabell 8-19 er den strategiske driftsfordelen til NRS oppsummert, men som tidligere nevnt har vi valgt å ikke legge for mye vekt på disse resultatene i den videre analysen.

Oppsummering strategisk driftsfordel		2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekt		10,0 %	15,0 %	17,5 %	17,5 %	20,0 %	20,0 %	
Bransjefordel drift	BFD	0,075	-0,007	0,111	0,111	0,064	0,162	0,090
Marginfordel	MF	-0,135	-0,029	-0,089	-0,101	-0,035	0,050	-0,062
Omløpsfordel	OF	0,074	0,019	0,151	0,095	0,087	0,288	0,128
Rentabilitetsfordel	RF	-0,061	-0,011	0,062	-0,006	0,052	0,338	0,080
Kravfordel	KF	-0,014	-0,014	-0,005	-0,006	-0,005	-0,005	-0,007
Ressursfordel drift	RFD	-0,075	-0,024	0,057	-0,013	0,047	0,334	0,073
Strategisk driftsfordel	SFD	0,000	-0,031	0,168	0,098	0,111	0,496	0,163

Tabell 8-19 Oppsummering strategisk driftsfordel til NRS i perioden 2011-2016T

Basert på beregningene og diskusjonene gjort i de foregående delkapitlene har vi kommet frem til at NRS sin strategiske driftsfordel stammer fra bransjefordelene. Ressursfordelen som oppstår mener vi ikke er reell hvis vi tar utgangspunkt i funnene fra kapittel 4. NRS besitter kun konkurranseparitet basert på selskapets ressurser og som diskutert kan både integrasjonsgraden og lokasjon være årsaken til et høyt kostnadsnivå i NRS relativt til bransjen. Det skal dog sies at salgsavdelingen som nevnt i kapittel 4 også utgjør en ressurs for selskapet da den reduserer risiko knyttet til økning i varekostnader, sykdom etc. Igjen gir ressursen kun paritet og vi mener følgelig at ressursfordelen i tabell 8-19 er urell.

8.5 Gearingfordel drift

Som tidligere nevnt består driftsfordelen av en strategisk driftsfordel og en gearingfordel. Gearingfordelen til en virksomhet består av differansen mellom selskapets netto

driftsrentabilitet og netto driftskrav multiplisert med en gearing. Denne gearingen består igjen av selskapets netto finansielle gjeldsgrad og minoritetsgrad. (Knivsflå, 2016j)

$$\text{Gearingfordel} = (\text{ndr} - \text{ndk}) * (\text{nfgg} + \text{mig})$$

ndr = netto driftsrentabilitet, ndk = netto driftskrav, nfgg = netto finansiell gjeldsgrad, mig = minoritetsgrad

$$\text{nfgg} = \frac{\text{NFG}}{\text{EK}}, \quad \text{mig} = \frac{\text{MI}}{\text{EK}}$$

Gearingfordelen er således en fordel som kan oppstå ved at en virksomhet benytter andre finansieringskilder enn egenkapitalen. Dersom en virksomhet besitter en strategisk driftsfordel kan denne øke med gearing. Selv om NRS kan øke sin strategiske fordel ved hjelp av gearing vil ikke virksomhetens total verdi øke ettersom økt gjeldsgrad medfører økt risiko som igjen fører til høyere avkastningskrav. (Knivsflå, 2016j)

Gearingfordel		2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekt		10,0 %	15,0 %	17,5 %	17,5 %	20,0 %	20,0 %	
Netto driftsrentabilitet	<i>ndr</i>	0,056	0,021	0,207	0,138	0,147	0,529	0,204
Netto driftskrav	<i>ndk</i>	0,056	0,052	0,039	0,040	0,036	0,033	0,041
Strategisk driftsfordel	<i>SFD</i>	0,000	-0,031	0,168	0,098	0,111	0,496	0,163
Netto finansiell gjeldsgrad	<i>nfgg</i>	0,860	0,928	0,869	0,740	0,655	0,350	0,708
Minoritetsgrad	<i>mig</i>	0,080	0,066	0,072	0,073	0,078	0,049	0,069
Gearingfordel drift	<i>GFD</i>	0,000	-0,031	0,158	0,080	0,081	0,198	0,093

Tabell 8-20 Gearingfordel til NRS i perioden 2011-2016T

Som vi ser i tabell 8-20 har NRS en gjennomsnittlig gearingfordel på 9,3% over analyseperioden. I likhet med den strategiske driftsfordelen har NRS en fordel i alle år bortsett fra i 2012. Fordelen innebærer at det er fordelaktig for NRS å geare opp driften med belånte midler. Dette medfører økt risiko da egenkapitalprosenten i selskapet reduseres hvilket kan igjen føre til økt avkastningskrav.

Det kan også antas at gearingfordelen er overvurdert ettersom den er beregnet basert på selskapets strategiske driftsfordel. Som nevnt i foregående delkapittel anser vi at ressursfordelen er for høy og følgelig blir også gearingfordelen for høy. Et eventuelt undervurdert netto driftskrav vil også være med på å øke denne effekten ytterligere. Vi vil dermed være forsiktig med å legge for mye vekt på gearingfordelen videre i utredelsen.

8.6 Oppsummering driftsfordel

Vi har nå dekomponert og sett på de ulike kildene til NRS sin driftsfordel. Resultatet er presentert i tabell 8-21.

Oppsummering driftsfordel		2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekt		10,0 %	15,0 %	17,5 %	17,5 %	20,0 %	20,0 %	
Bransjefordel drift	<i>BFD</i>	0,075	-0,007	0,111	0,111	0,064	0,162	0,090
Ressursfordel drift	<i>RFD</i>	-0,075	-0,024	0,057	-0,013	0,047	0,334	0,073
Strategisk driftsfordel	<i>SFD</i>	0,000	-0,031	0,168	0,098	0,111	0,496	0,163
Gearingfordel drift	<i>GFD</i>	0,000	-0,031	0,158	0,080	0,081	0,198	0,093
Driftsfordel	<i>DF</i>	0,000	-0,062	0,326	0,178	0,192	0,693	0,256

Tabell 8-21 Oppsummering driftsfordelen til NRS i perioden 2011-2016T

Som vi ser av tabellen består driftsfordelen av en strategisk driftsfordel på 16,3% og en gearingfordel på 9,3%. Den strategiske driftsfordelen kommer i hovedsak fra bransjefordelen hvilket stemmer med den strategiske analysen i kapittel 4. Som vi har nevnt kan den strategisk driftsfordel gi et misvisende bilde da omløpet til netto driftseiendeler må antas å være for høyt. Dette innebærer at den egentlige driftsfordelen antas å være lavere ettersom selskapet også har en marginulempe på 2,7%. Ettersom gearingfordelen regnes ut basert på selskapets strategiske driftsfordel vil også denne fordelen bli overvurdert.

8.7 Finansieringsfordel

I de påfølgende delkapitlene skal vi gjennomføre en finansieringsanalyse for å se på kildene til virksomhetens eventuelle finansieringsfordel. En finansieringsfordel kan øke den strategiske fordelen til en virksomhet, men som tidligere nevnt er det driftsfordelen som utgjør hovedkilden til den strategiske fordelen. Finansieringsfordelen til en virksomhet kan oppstå grunnet en fordel knyttet til netto finansiell gjeld eller minoritetsinteresser. (Knivslå, 2016i)

$$\text{Finansieringsfordel} = (nfgk - nfgr) * nfgg + (mik - mir) * mig$$

nfgk = netto finansiert gjeldskrav, *nfgr* = netto finansiell gjeldsrentabilitet, *nfgg* = netto finansiell gjeldsgrad

mik = minoritetsinteressekrav, *mir* = minoritetsinteresserentabilitet, *mig* = minoritetsinteressegrad

Dersom NRS har en netto finansiell gjeldsrentabilitet lavere enn kravet vil virksomheten besitte en fordel knyttet til netto finansiell gjeld. På samme måte vil virksomheten ha en minoritetsinteressefordel dersom rentabiliteten knyttet til minoritetsinteressene er mindre enn

kravet. For å analysere kildene til netto finansiell gjeldsfordelen kan vi dekomponere fordelene inn i finansiell gjeldsfordel og finansiell eiendelsfordel. (Knivsflå, 2016i)

Vi starter med å analysere NRS sine eventuelle fordeler knyttet til finansiell gjeld og eiendeler. Deretter benytter vi oss av resultatene fra disse analysene til å få innsikt i virksomhetens netto finansielle gjeldsfordel. Til slutt skal vi se på eventuelle fordeler knyttet til NRS sine minoritetsinteresser.

8.7.1 Finansieringsfordel finansiell gjeld

Finansieringsfordelen knyttet til finansiell gjeld finner vi ved å multiplisere finansiell gjeldsgrad med differansen mellom finansiell gjeldskrav og finansiell gjeldsrentabilitet. For NRS er det fordelaktig at finansieringen er rimelig hvilket innebærer at virksomheten benytter finansiell gjeld når kravet er større enn renten. For långiverne vil dette derimot være en ulempe da de vil tjene på at rentabiliteten er større enn kravet. Ved utregningen av rentabilitetene benytter vi samme forutsetninger som ved utregningen av egenkapitalrentabiliteten i delkapittel 8.1. (Knivsflå, 2016i, 2016)

$$\text{Finansieringsfordel finansiell gjeld} = (fgk - fgr) * fgg$$

$$fgk = \text{finansielt gjeldskrav}, fgr = \text{finansiell gjeldsrentabilitet}, fgg = \text{finansiell gjeldsgrad}$$

$$fgr = \frac{NFK}{FG_{IB} + (\Delta FG - NFK)/2} \quad fgg = \frac{FG_{IB} + (\Delta FG - NFK)/2}{EK_{IB} + (\Delta EK - NRE)/2}$$

$$NFK = \text{netto finanskostnader}, FG = \text{finansiell gjeld}, \Delta FG = \text{endring i finansiell gjeld gjennom året}$$

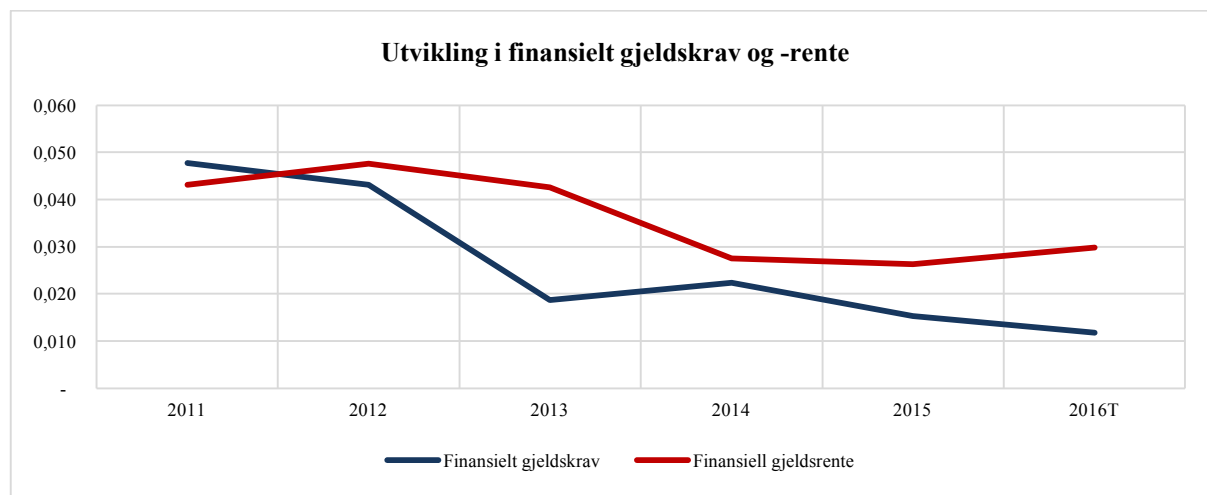
$$EK = \text{egenkapital}, NRE = \text{netto resultat til EK}, \Delta EK = \text{endring i egenkapitalen gjennom året}$$

Finansieringsfordel finansiell gjeld		2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekt		10,0 %	15,0 %	17,5 %	17,5 %	20,0 %	20,0 %	
Finansielt gjeldskrav	<i>fgk</i>	0,048	0,043	0,019	0,022	0,015	0,012	0,024
Finansiell gjeldsrente	<i>fgr</i>	0,043	0,048	0,043	0,027	0,026	0,030	0,035
Finansiell gjeldsrentefordel	<i>fgk-fgr</i>	0,005	-0,004	-0,024	-0,005	-0,011	-0,018	-0,011
Finansiell gjeldsgrad	<i>fgg</i>	0,914	0,956	0,936	0,827	0,827	0,612	0,831
Finansieringsfordel finansiell gjeld	<i>FFFG</i>	0,004	-0,004	-0,022	-0,004	-0,009	-0,011	-0,009

Tabell 8-22 Finansieringsfordel finansiell gjeld til NRS i perioden 2011-2016T

I tabell 8-22 fremkommer det at NRS har en marginal finansieringsulempe knyttet til finansiell gjeld på 0,9%. Gjeldsrenten til NRS har gjennomsnittlig vært 3,5% over analyseperioden, mens kravet har vært 2,4% og følgelig har ulempen oppstått. Som vi ser i

figur 8-7 reduseres kravet og renten fra 2011 hvilket kan forklares av fallet i styringsrenten i samme periode. Videre har krevet og renten utviklet seg i varierende grad hvilket har medført svingninger i den totale finansieringsulempen.



Figur 8-7 Utvikling i finansielt gjeldskrav og -rente til NRS i perioden 2011-2016T

Som diskutert i kapittel 7 eksisterer det en risiko for at finansielt gjeldskrav er undervurdert og følgelig foreligger det en usikkerhet knyttet til finansieringsulempen beregnet i tabell 8-22. Vi vil dermed ikke legge for mye vekt på denne ulempen videre i analysen.

8.7.2 Finansieringsfordel finansielle eiendeler

Virksomhetens finansieringsfordel knyttet til de finansielle eiendelen regnes ut ved å vekte differansen mellom finansielleiendelsrentabilitet og finansielleiendelskrav med virksomhetens finansielleiendelsgrad. For NRS er det en fordelaktig om selskapet besitter finansielle eiendeler når rentabiliteten er høyere en kravet. (Knivsflå, 2016i)

$$\text{Finansieringsfordel finansielle eiendeler} = (fer - fek) * feg$$

fer = finansiell eiendelsrentabilitet, fek = finansielt eiendelskrav, feg = finansiell eiendelsgrad

$$fer = \frac{NFI}{FE_{IB} + (\Delta FE - NFI)/2} \quad feg = \frac{FE_{IB} + (\Delta FE - NFI)/2}{EK_{IB} + (\Delta EK - NRE)/2}$$

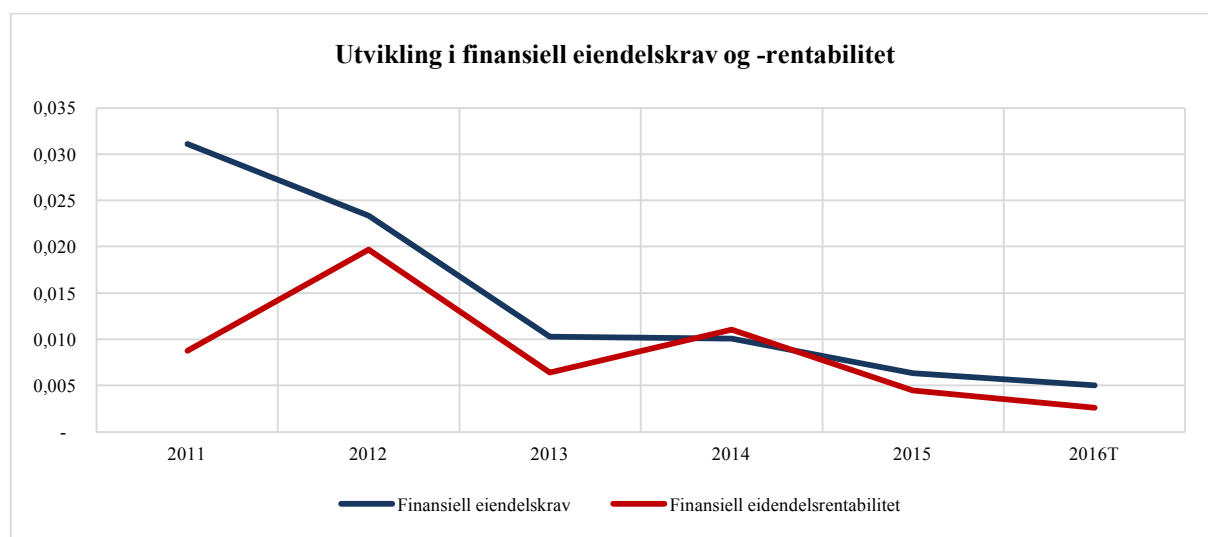
NFI = netto finansinntekter, FE = finansielle eiendeler, ΔFE = endring i finansielle eiendeler gjennom året

EK = egenkapital, NRE = netto resultat til EK, ΔEK = endring i egenkapitalen gjennom året

Finansieringsfordel finansielle eiendeler		2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekt		10,0 %	15,0 %	17,5 %	17,5 %	20,0 %	20,0 %	
Finansiell eiendelsrentabilitet	<i>fer</i>	0,009	0,020	0,006	0,011	0,004	0,003	0,008
Finansiell eiendelskrav	<i>fek</i>	0,031	0,023	0,010	0,010	0,006	0,005	0,012
Finansiell eiendelsrentabilitetsfordel	<i>fer-fek</i>	-0,022	-0,004	-0,004	0,001	-0,002	-0,002	-0,004
Finansiell eiendelsgrad	<i>feg</i>	0,054	0,027	0,067	0,086	0,172	0,261	0,123
Finansieringsfordel finansielle eiendeler	<i>FFFE</i>	-0,001	-0,000	-0,000	0,000	-0,000	-0,001	-0,000

Tabell 8-23 Finansieringsfordel finansielle eiendeler til NRS i perioden 2011-2016T

I tabell 8-23 kan vi se at NRS har en ulempe knyttet til finansieringen av finansiell gjeld tilnærmet 0. Den tidsvektet ulempe er på 0,036% og følgelig nesten ikke-eksisterende. Dette skyldes at kravet og rentabiliteten til finansielle eiendeler har ligget på samme nivå over perioden som vi kan lese fra tabellen. NRS sine finansielle eiendeler består i hovedsak av kontanter og kontantekvivalenter som ikke gir merkbar avkastning og følgelig er finansieringen av de finansielle eiendelene verken lønnsom eller ulønnsom. Som vi kan se i figur 8-8 har kravet og rentabiliteten fulgt samme avtagende trend fra og med 2012.



Figur 8-8 Utvikling i finansiell eiendelskrav og -rentabilitet til NRS i perioden 2011-2016T

8.7.3 Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

Basert på beregningene foretatt i delkapittel 8.7.2 og 8.7.3 kan vi nå beregne NRS sin netto finansiell finansieringsfordel ettersom $FFNFG = FFFG + FFFE$. Finansieringsfordelen kan også regnes ut ved å vekte differansen mellom virksomhetens netto finansielle gjeldkrav og netto finansielle gjeldsrentabilitet med netto finansiell gjeldsgrad. Dette innebærer at det er positivt for NRS å benytte netto finansielle gjeld når kravet er større enn rentabiliteten.

$$\text{Finansieringsfordel netto finansiell gjeld} = (nfgk - nfggr) * nfgg$$

$nfgk$ = netto finansielt gjeldskrav, $nfggr$ = netto finansiell gjeldsrentabilitet, $nfgg$ = netto finansiell gjeldsgrad

$$nfggr = \frac{NFK - NFI}{NFG_{IB} + (\Delta NFG - NFK + NFI)/2} \quad nfgg = \frac{NFG_{IB} + (\Delta NFG - NFK + NFI)/2}{EK_{IB} + (\Delta EK - NRE)/2}$$

NFK = netto finanskostnader, NFI = netto finansinntekter, NFG = netto finansiell gjeld, ΔNFG = endring i netto finansiell gjeld gjennom året, EK = egenkapital, ΔEK = endring i egenkapitalen gjennom året, NRE = netto resultat til EK

Finansieringsfordel netto finansiell gjeld		2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekt		10,0 %	15,0 %	17,5 %	17,5 %	20,0 %	20,0 %	
Netto finansielt gjeldskrav	$nfgk$	0,049	0,044	0,019	0,024	0,018	0,017	0,026
Netto finansiell gjeldsrente	$nfggr$	0,045	0,048	0,045	0,029	0,032	0,050	0,041
Finansiell eiendelsrentabilitet	$nfgk-nfggr$	0,004	-0,005	-0,026	-0,006	-0,014	-0,033	-0,015
Netto finansiell gjeldsgrad	$nfgg$	0,860	0,928	0,869	0,740	0,655	0,350	0,708
Finansieringsfordel netto finansielle gjeld	$FNFG$	0,003	-0,004	-0,023	-0,004	-0,009	-0,012	-0,009

Tabell 8-24 Finansieringsfordel netto finansiell gjeld til NRS i perioden 2011-2016T

Over analyseperioden er netto finansiell gjeldsrente høyere enn kravet og følgelig får vi som vist i tabell 8-24 en finansieringsulempen knyttet til netto finansiell gjeld. Den vektete ulempen over perioden er på 0,9%, altså lik finansieringsulempen knyttet til finansiell gjeld. Dette er naturlig da vi i foregående delkapittel kom frem til at de finansielle eiendelene verken utgjorde en fordel eller ulempe. En ulempe på 0,9% er marginal og vi forventer at denne vil gå mot null i fremtiden forutsatt effektive markeder. Som tidligere diskutert eksisterer det også en risiko for at denne ulempen er overvurdert.

8.7.4 Finansieringsfordel minoritetsinteresser

Videre kan en finansieringsfordel også bestå av en fordel knyttet til minoritetsinteresser. En slik fordel beregnes ved å vekte differansen mellom minoritetsinteressekravet og minoritetsinteresserentabiliteten med minoritetsinteressegraden. For majoritetseierne i NRS er det lønnsomt å besitte minoritetsinteresser når kravet til minoritetsinteressene er større enn rentabiliteten. I et slikt tilfelle vil minoriteten være med på å dele et eventuelt økonomisk tap i datterselskap. Da majoriteten kan "skvise" ut minoriteten ved en eventuell merrentabilitet kan det forventes at fordelene knyttet til minoritetsinteresser vil være tilnærmet null. (Knivsflå, 2016i)

$$\text{Finansieringsfordel minoritetsinteresser} = (\text{mik} - \text{mir}) * \text{mig}$$

mik = minoritetsinteressekrav, *mir* = minoritetsinteresserentabilitet, *mig* = minoritetsinteressegrad

$$\text{mir} = \frac{NMR}{MI_{IB} + (\Delta MI - NMR)/2} \quad \text{mig} = \frac{MI_{IB} + (\Delta MI - NMR)/2}{EK_{IB} + (\Delta EK - NRE)/2}$$

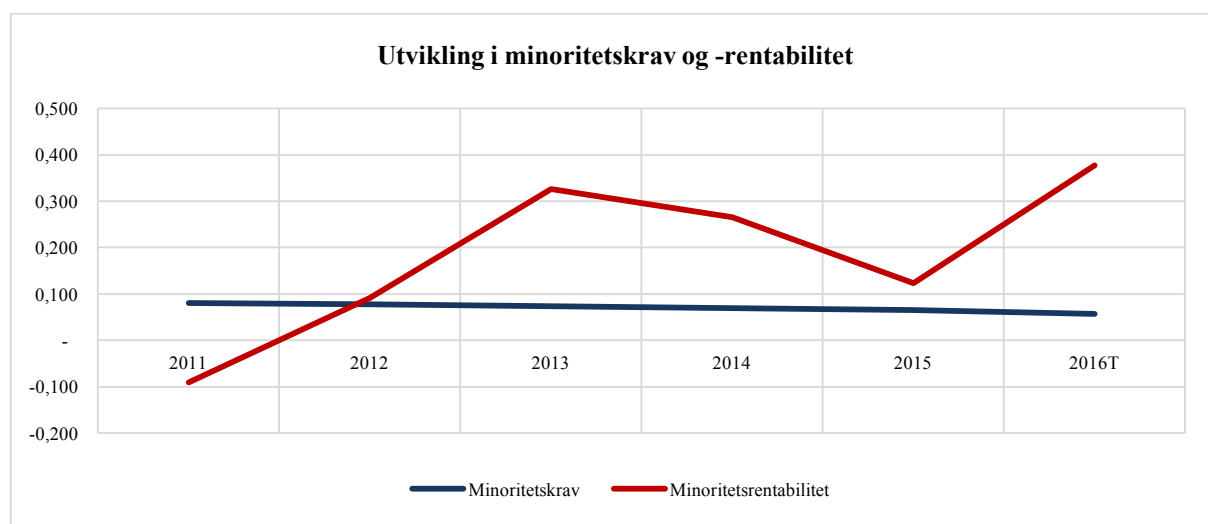
NMR = netto resultat minoritet, *MI* = minoritetsinteresser, ΔMI = endring i minoritetsinteresser gjennom året

EK = egenkapital, ΔEK = endring i egenkapitalen gjennom året, *NRE* = netto resultat til EK

Finansieringsfordel minoritet		2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekt		10,0 %	15,0 %	17,5 %	17,5 %	20,0 %	20,0 %	
Minoritetskrav	<i>mik</i>	0,080	0,078	0,073	0,070	0,066	0,058	0,069
Minoritetsrentabilitet	<i>mir</i>	-0,091	0,092	0,326	0,265	0,123	0,378	0,208
Minoritetsrentabilitetsfordel	<i>mik-mir</i>	0,171	-0,014	-0,253	-0,195	-0,057	-0,320	-0,139
Minoritetsgrad	<i>mig</i>	0,080	0,066	0,072	0,073	0,078	0,049	0,069
Finansieringsfordel minoritetsinteresser	<i>FFMI</i>	0,014	-0,001	-0,018	-0,014	-0,004	-0,016	-0,008

Tabell 8-25 Finansieringsfordel minoritetsinteresser til NRS i perioden 2011-2016T

Som vi kan lese fra tabell 8-25 er minoritetsulempen til NRS 0,8% over analyseperioden. Fra og med 2012 har virksomheten en ulempe, men størrelsen på ulempen har variert fra år til år. Figur 8-9 illustrerer utviklingen til minoritetsinteresserentabiliteten og –kravet. I henhold til figuren er svingningene forårsaket av endringene i rentabiliteten da kravet holder seg relativt stabilt over perioden. Ulempen innebærer at NRS bør redusere minoritetsandelen.



Figur 8-9 Utvikling i minoritetskrav og -rentabilitet til NRS i perioden 2011-2016T

8.7.5 Oppsummering finansieringsfordel

I tabell 8-26 har vi samlet funnene fra den totale finansieringsanalysen. Som vi ser består den tidsvektede ulempe til NRS på 1,8% av ulempen knyttet til finansieringen av gjeld samt ulempen tilhørende minoritetsinteressene. Vi forventer at finansieringsulempen i NRS vil gå mot null i fremtiden under forutsetningen om effektive markeder.

Finansieringsfordel		2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Tidsvektet
Vekt		10,0 %	15,0 %	17,5 %	17,5 %	20,0 %	20,0 %	gjennomsnitt
Finansieringsfordel finansiell gjeld	<i>FFFG</i>	0,004	-0,004	-0,022	-0,004	-0,009	-0,011	-0,009
Finansieringsfordel finansielle eiendeler	<i>FFFE</i>	-0,001	-0,000	-0,000	0,000	-0,000	-0,001	-0,000
Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	<i>FFNFG</i>	0,003	-0,004	-0,023	-0,004	-0,009	-0,012	-0,009
Finansieringsfordel minoritet	<i>FFMI</i>	0,014	-0,001	-0,018	-0,014	-0,004	-0,016	-0,008
Finansieringsfordel	<i>FF</i>	0,017	-0,005	-0,041	-0,018	-0,014	-0,027	-0,018

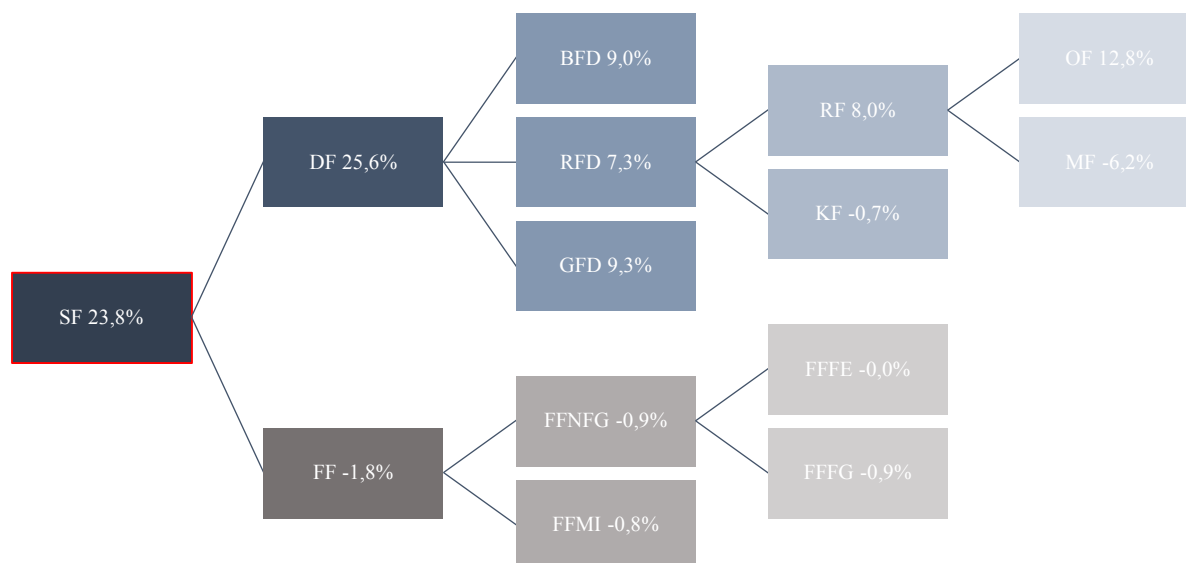
Tabell 8-26 Oppsummering finansieringsfordel til NRS i perioden 2011-2016T

8.8 Oppsummering strategisk fordel

Ved hjelp av dekomponeringer, analyser og utregninger har vi kommet frem til kildene til NRS sin strategiske fordel og oppsummeringen er presenter i tabell 8-27 og figur 8-10. Som tidligere presentert har NRS en strategisk fordel på 23,8% som oppstår i hovedsak grunnet en driftsfordel i bransjen. Selskapet har i følge tabellen også en ressursfordel på 7,3%. Vi mener at denne fordelene ikke kan antas å være reell da selskapet i henhold til analysen i kapittel 4 ikke besitter ressurser som kan gi NRS en fordel overfor de andre selskapene i bransjen. Vi vil dermed i de påfølgende kapitlene ikke legge for mye vekt på resultatene knyttet til lønnsomhetsanalysen av de interne ressursene i dette kapitlet.

Oppsummering strategisk fordel		2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Tidsvektet
Vekt		10,0 %	15,0 %	17,5 %	17,5 %	20,0 %	20,0 %	gjennomsnitt
Bransjefordel drift	<i>BFD</i>	0,075	-0,007	0,111	0,111	0,064	0,162	0,090
Ressursfordel drift	<i>RFD</i>	-0,075	-0,024	0,057	-0,013	0,047	0,334	0,073
Driftsfordel	<i>SFD</i>	0,000	-0,031	0,168	0,098	0,111	0,496	0,163
Gearingfordel drift	<i>GFD</i>	0,000	-0,031	0,158	0,080	0,081	0,198	0,093
Driftsfordel	<i>DF</i>	0,000	-0,062	0,326	0,178	0,192	0,693	0,256
Finansieringsfordel NFG	<i>FFNFG</i>	0,003	-0,004	-0,023	-0,004	-0,009	-0,012	-0,009
Finansieringsfordel MI	<i>FFMI</i>	0,014	-0,001	-0,018	-0,014	-0,004	-0,016	-0,008
Strategisk fordel	<i>SF</i>	0,017	-0,067	0,285	0,160	0,178	0,666	0,238

Tabell 8-27 Oppsummering lønnsomhetsanalyse av NRS i perioden 2011-2016T



Figur 8-10 Oppsummering lønnsomhetsanalyse av NRS i perioden 2011-2016T

Basert på ulikheter i driften mellom de komparative virksomhetene samt risikoen for underestimerte finansielle krav vil en dekomponeringen av den strategiske fordel basert på egenkapitalkrav og rentabilitet være mest hensiktsmessig for vår utredning. Ettersom utredningen er investororientert vil også avkastningen på egenkapitalen være det viktigste lønnsomhetsmålet. Dermed velger vi å legge hovedfokuset på analysen presentert i tabell 8-28 ved vurderingen av selskapets strategiske fordel. Funnene ved analysen stemmer som tidligere nevnt også godt med den strategiske analysen i kapittel 4 hvilket styrker insentivene for å fokusere på denne. Vi har dermed i dette kapittelet kommet frem til at NRS har en strategisk fordel på 23,8% over analyseperioden og at hovedkilden til fordel er en superrentabiliteten som eksisterer i bransjen.

Strategisk fordel		2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Tidsvektet
Vekt		10,0 %	15,0 %	17,5 %	17,5 %	20,0 %	20,0 %	gjennomsnitt
Superrentabilitet i bransjen	$ekr_B - ekk_B$	0,142	0,014	0,198	0,206	0,129	0,286	0,170
Rentabilitetsfordel	$ekr - ekr_B$	-0,109	-0,065	0,100	-0,035	0,061	0,385	0,080
Egenkapitalkravfordel	$ekk_B - ekk$	-0,016	-0,016	-0,014	-0,011	-0,011	-0,005	-0,012
Strategisk fordel	SF	0,017	-0,067	0,285	0,160	0,178	0,666	0,238

Tabell 8-28 Strategisk fordel til NRS i perioden 2011-2016T

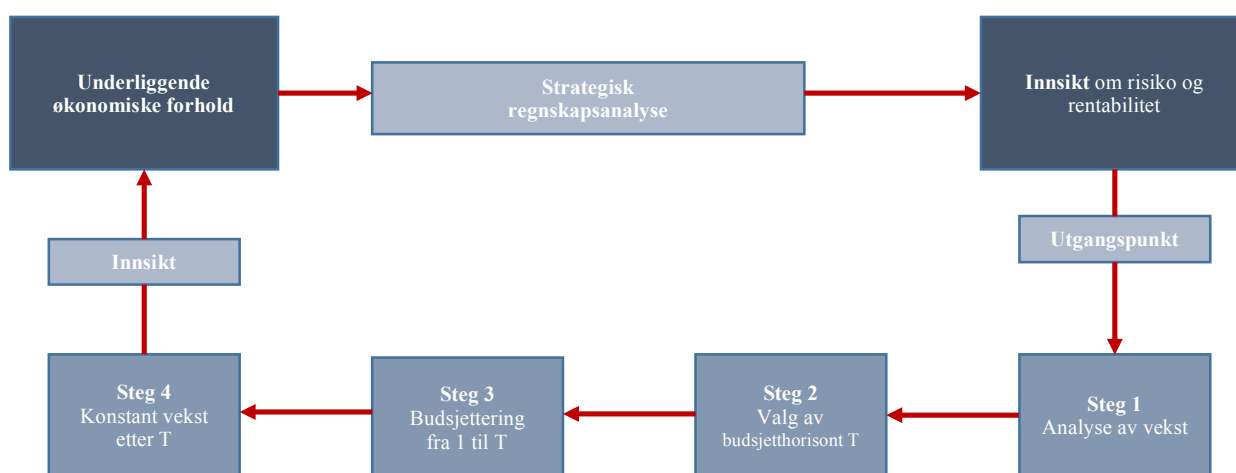
9. Fremtidsregnskap

I dette kapitlet skal vi utarbeide NRS sitt fremtidsregnskap. Formålet med utarbeidelsen er å lage prognoser for fremtidige regnskap, balanser og kontantstrømmer. Prognosene baserer seg på den strategiske regnskapsanalysen som vi har gjennomført i kapittel 4 til 8.

Fremtidsregnskapet er en essensiell del av den fundamentale verdsettelsesteknikken da dette danner grunnlaget for det fundamentale verdiestimatet til virksomheten. Ved å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer med estimerte fremtidskrav kan vi regne ut verdien til egenkapitalen og følgelig verdsette virksomheten. (Knivsflå, 2016k)

9.1 Rammeverk for fremtidsregnskapet

Utarbeidelsen av fremtidsregnskapet etter det fundamentale rammeverket består av fire steg. Informasjonen om virksomhetens risiko og rentabilitet som vi har tilegnet oss gjennom den strategiske analysen danner utgangspunktet for utarbeidelsen. Ved hjelp av innsikten skal vi i det første steget analysere selskapets fremtidige vekst. Hovedfokuset i dette steget er driftsinntektsveksten da denne kan anses som den grunnleggende budsjettdriveren. Videre skal vi i steg to velge budsjettthorisonen til virksomheten, altså avgjøre hvor lang tid det tar før selskapet er i steady state. Deretter skal vi i det tredje steget estimere de ulike budsjettdriverne fra år 1 til T. Det fjerde steget består av å fastsette den konstante veksten til budsjettdriverne fra og med steady state. Etter steg fire sitter vi igjen med et fullstendig fremtidsregnskap som vi skal anvende til videre analyse i kapittel 11. Rammeverket som vi skal benytte i dette kapitlet er illustrert i figur 9-1. (Knivsflå, 2016k)



Figur 9-1 Rammeverk for fremtidsregnskap (Knivsflå, 2016k)

9.2 Vekstanalyse

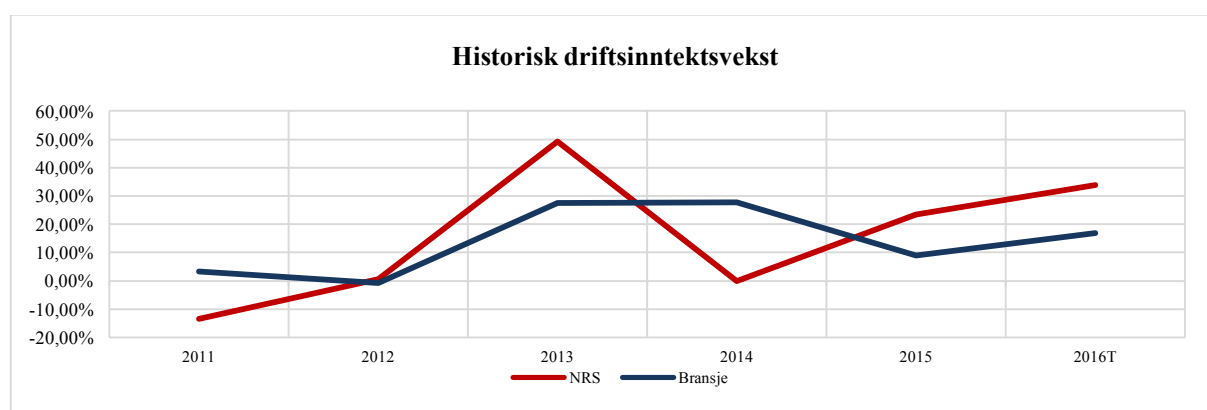
Før vi kan budsjettere NRS sin fremtidige vekst er det viktig å analysere virksomhetens historiske vekst da innsikt i selskapets utvikling vil påvirke prediksjonen om fremtiden. (Knivsflå, 2016k) I de påfølgende delkapitlene vil vi dermed analysere den historiske driftsinntektsveksten og egenkapitalveksten til NRS.

9.2.1 Historisk driftsinntektsvekst

Utviklingen i virksomhetens driftsinntekter er svært viktig da driftsinntektene er den største kilden til resultatet og dermed også resultatveksten. (Knivsflå, 2016k) Dette medfører at inntektsveksten i stor grad påvirker kontantstrømmen og følgelig er innsikt i denne veksten essensiell for vår analyse. For å beregne driftsinntektsveksten ser vi på endringene i driftsinntektene relativt til det foregående året.

$$div_t = \frac{DI_t - DI_{t-1}}{DI_{t-1}} = \frac{\Delta DI_t}{DI_{t-1}}$$

div = driftsinntektsvekst, DI = driftsinntekter, ΔDI = endring i driftsinntektene gjennom året



Figur 9-2 Driftsinntektsveksten til NRS i perioden 2011-2016T

Som vi ser i figur 9-2 har driftsinntektsveksten til NRS og bransjen opplevd svingninger over analyseperioden. Grafen bekrefter det vi har analysert tidligere, at veksten i inntekten til oppdrettsselskapene i stor grad er styrt av lakseprisen. Som vi ser er inntektsveksten til NRS mer volatil enn bransjen. Dette kan skyldes driftssammensetningen til NRS. Ettersom inntektene i virksomheten i størst grad består av kjøp og salg av laks vil inntekten være mer ustabil enn en virksomhet som produserer all laks selv. Hvor mye laks NRS kan kjøpe og selge

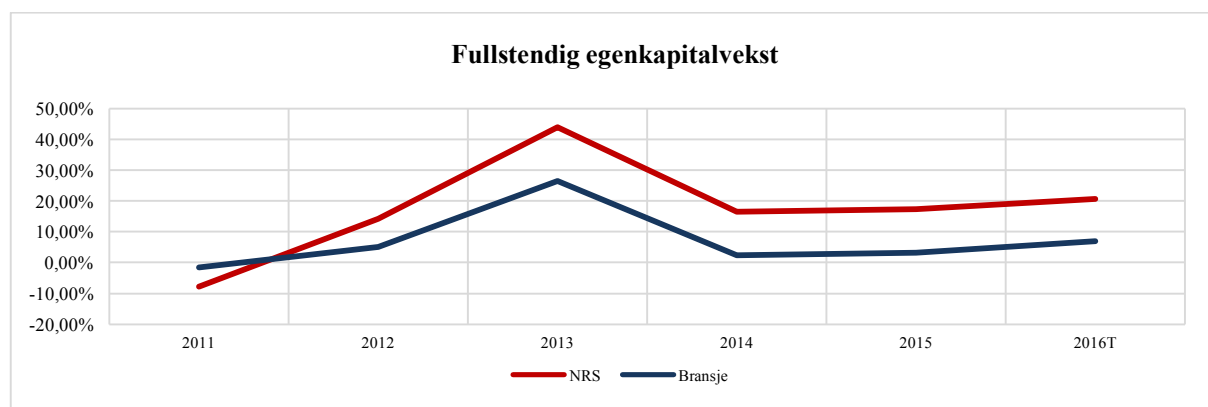
vil påvirkes av tilbud i markedet og avtaler med oppdrettsselskap hvilket innebærer at total salgsmengde vil variere i større grad. Over analyseperioden har NRS en tidsvektet driftsinntektsvekst på 18,82 % hvilket er over 3 % høyere enn gjennomsnittet i markedet.

9.2.2 Historisk egenkapitalvekst

For investorer er utviklingen i egenkapitalveksten interessant da veksten kan gi innsikt i hva en investor kan forvente av utbytte i fremtiden. Det eksisterer to kilder til egenkapitalveksten, resultat og innskyting av kapital. Det er dermed også interessant å analysere virksomhetens historiske egenkapitalvekst for å finne hovedkildene til veksten. Ved beregningen av veksten skiller vi mellom fullstendig og normalisert egenkapitalvekst. For fremtidsregnskapet vil den normaliserte veksten være mest interessant da unormale resultatelementer ikke er inkludert i denne. Likevel er det interessant for analysen å se på den fullstendige egenkapitalveksten. (Knivsflå, 2016k)

$$\text{Fullstendig egenkapitalvekst} = \frac{(EK_t - EK_{t-1})}{EK_{t-1}} = \frac{\Delta EK}{EK_{t-1}}$$

EK = egenkapital, ΔEK = endring i egenkapitalen gjennom året



Figur 9-3 Fullstendig egenkapitalvekst til NRS i perioden 2011-2016T

I figur 9-3 ser vi at utviklingen i selskapets fullstendige egenkapitalvekst har vært utsatt for store svingninger. Både NRS og bransjen har fulgt samme trend, men NRS har hatt en høyere årlig vekst fra og med 2013. Utviklingen i egenkapitalveksten til NRS er relativt lik utviklingen i driftsinntektsveksten hvilket tyder på at selskapet ikke har hatt store unormale resultatelement over analyseperioden.

Som tidligere nevnt vil det ikke være hensiktsmessig å ta med unormale poster i fremtidsregnskapet ettersom de ikke gir et rettviseende bilde av den økonomiske utviklingen i virksomheten. Unormale poster oppstår grunnet enkeltstående hendelser som ofte er uforutsigbare og settes følgelig til null i fremtidsregnskapet. Dermed vil det i vår analyse være mer interessant å benytte den normaliserte egenkapitalveksten. Normalisert vekst finner vi ved å se på de to største driverne til egenkapitalveksten, egenkapitalrentabilitet og utdelingsforholdet.

$$ekv = (1 - eku) * ekr$$

ekv = normalisert egenkapitalvekst, (1 - eku) = tilbakeholdsgraden, ekr = egenkapitalrentabilitet

Normalisert egenkapitalvekst		2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Snitt
Egenkapitalutdeling	eku	0,430	8,043	0,239	0,626	0,369	0,235	1,522
Egenkapitalrentabilitet	ekr	0,077	-0,010	0,333	0,202	0,222	0,578	0,260
Normalisert egenkapitalvekst	ekv	0,044	0,068	0,254	0,075	0,140	0,442	0,189

Tabell 9-1 Normalisert egenkapitalvekst til NRS i perioden 2011-2016T

Ved å normalisere egenkapitalveksten som vist i tabell 9-1 får vi en jevnere utvikling over analyseperioden og følgelig et lavere vektet snitt. Av tabellen kan vi også lese at det i 2012 ble skutt inn kapital fra eieren da netto betalt utbytte var negativt. Som vi ser har NRS en normalisert egenkapitalvekst på 18,9% hvilket må anses som unormalt høyt. Vi kan se at gjennomsnittet i stor grad trekkes opp av rentabiliteten i 2016T, men egenkapitalveksten var i 2013 også på over 20%. Dette taler for store svingninger i egenkapitalen som vi tidligere har diskutert.

9.3 Valg ved utarbeidelsen av fremtidsregnskapet

Det neste steget i det fundamentale rammeverket er å foreta valg knyttet til budsjettthorisont, detaljnivå og type fremskrivingsteknikk. (Knivsflå, 2016k) I de påfølgende delkapitlene skal vi presentere våre valg samt begrunnelsen for disse.

9.3.1 Budsjettthorisont

Budsjettthorisonen, T, defineres som året alle budsjett drivere er konstante. Dette innebærer at budsjetteringen går fra fullstendig til enkel fremskriving og virksomheten befinner seg i steady state. Steady state oppstår når veksten i virksomheten er konstant. Det er to forhold

som er avgjørende for valget av budsjetthorisonten, tid til steady state og kvaliteten på regnskapsføringen. (Knivsflå, 2016k)

Hvor lang tid det tar til en virksomhet er i steady state avhenger av om bransjen er i en vekstfase eller om bransjen er i tilnærmet steady state. Dersom virksomheten opererer i en moden og stabil bransje vil det ta færre år før virksomheten når steady state. (Knivsflå, 2016k) Oppdrettsbransjen kan anses som stabil grunnet pålagte lover og restriksjoner. Som nevnt i kapittel 3 befinner NRS seg i en høy til moderat vekst i livssyklusen hvilket kan tale for at bransjen begynner å nærme seg steady state. Likevel ser vi også at bransjen har hatt en stor vekst de seneste årene grunnet økt etterspørsel og følgelig høy vekst i lakseprisen. Dette har medført at de største selskapene har levert rekordresultater og har hatt en unormalt høy inntektsvekst. Det er fortsatt gode framtidsutsikter i bransjen og det er lite som tilsier at etterspørselen vil avta med det første. Følgelig eksisterer det fortsatt et vekstpotensial i bransjen hvilket taler for en lengre budsjettperiode.

Videre er det også viktig å påpeke at det tar 2-3 år å produsere en oppdrettslaks. Følgelig vil vi ikke se resultatene fra de grønne konsesjonene som ble tildelt i 2014 før om noen år da produksjonen først ble satt i gang i år. Dette er også interessant med tanke på utviklingskonsesjonene. Dersom NRS og andre virksomheter i bransjen får tildelt slike konsesjoner i år eller neste år vil vi mest sannsynlig ikke se resultatene av dette før om flere år da anleggene må produseres og klargjøres før virksomhetene kan starte produksjon. Følgelig eksisterer det flere usikkerhetsmomenter knyttet til vekstpotensialet i oppdrettsbransjen som igjen taler for en lengre budsjetthorisont.

Oppdrettsbransjen er en syklisk bransje noe som medfører at resultat og avkastning kan variere fra år til år. Videre er bransjen preget av lus og rømming som igjen kan ha stor innvirkning på årsresultatet til en oppdrettsvirksomhet. Blant annet har vi sett at kostnadsnivået i bransjen har økt mye de siste årene og potensielt kan øke enda mer hvis ikke virksomhetene kommer opp med nye løsninger på problemene. Grunnet fremtidsusikkerhetene er det viktig at vi velger en lengre budsjetthorisont slik at vi kan fange opp både oppturer og nedturer i bransjen.

Kvaliteten på regnskapsføringen påvirker også budsjetthorisonten. Dersom selskapet benytter seg av en verdibasert regnskapsføringsmetode øker kvaliteten og budsjetthorisonten kan

kortes ned. Grunnen til dette er at et verdibasert regnskap fanger opp verdiene i selskapet raskt og følgelig behøver ikke budsjettthorisonen å være lang. (Knivsflå, 2016k) NRS fører etter IFRS som anses som å være verdibasert. Dette innebærer at kvaliteten på regnskapsføringen til NRS taler for en kortere budsjettthorison.

Vi ønsker å benytte oss av en lengre budsjettthorison for NRS da vi mener at momentene knyttet til vekst er sterke samt at det eksisterer usikkerhet knyttet til bransjens utvikling. Videre kan en bransje ha et høyt vekstpotensial selv om historisk vekst taler for steady state. Dersom virksomheten befinner seg i en slik situasjon er anbefalingen å benytte seg av en horison fra 10-14 år. (Knivsflå, 2016k) Da vi mener at denne karakteristikken passer godt for oppdrettsbransjen velger vi en budsjettthorison på 12 år for NRS. Følgelig blir budsjettperioden til NRS fra 2017 til 2028, hvor T vil være 2028. Vi vil også budsjettere for to år med konstant vekst, altså for år 2029 og 2030 som vil utgjøre henholdsvis T+1 og T+2.

9.3.2 Detaljnivå

Valg av detaljnivå avhenger av virksomhetens budsjettthorison. Dersom selskapet benytter en kort budsjettperiode kan det være hensiktsmessig å anvende mange budsjett drivere for å øke detaljnivået i regnskapet. Ettersom det blir vanskeligere å budsjettere på detaljnivå lengre frem i tid passer detaljbudsjettering best for korte budsjettthorisoner. Når vi øker budsjettthorisonene som vi har gjort i tilfellet med NRS blir det dermed hensiktsmessig å kun anvende de mest essensielle budsjett drivere. (Knivsflå, 2016k) Ettersom budsjettthorisonene til NRS er satt til 12 år har vi valg å benytte 9 budsjett drivere.

9.3.3 Fremskrivningsteknikk

Før vi kan begynne med fremskrivingen av budsjett drivere må vi bestemme oss for budsjetteringsteknikk. Vi har valgt å benytte en lineær fremskrivningsteknikk hvor drivere blir budsjettert i forhold til ulike budsjett punkt. Budsjett punktene fastsettes til spesifikke tidspunkt på kort-, mellomlang- og lang sikt, og punktene kan variere for ulike budsjett drivere. På kort og mellomlang sikt vil veksten til NRS avhenge av den generelle bransjeveksten og interne ressurser. På lang sikt vil utviklingen til virksomheten påvirkes av

makroøkonomiske forhold. Veksten på lang sikt kan dermed ikke være større enn forventet realvekst i økonomien tillagt forventet global inflasjon. (Knivsflå, 2016k)

Det kan imidlertid diskuteres om denne teknikken kan anses som simpel ettersom utviklingen i resultatregnskapet og balansen ofte er periodisk og ikke jevn. Som vi har sett over analyseperioden har regnskapet og balansen til NRS vært preget av svingninger og svært få trender. Ved å benytte en lineær fremskrivningsteknikk fastsetter man en stabil utvikling i selskapet uten store endringer fra periode til periode. Sannsynligheten for at en virksomhet i oppdrettsbransjen vil ha denne utviklingen er i realiteten liten. Likevel velger vi å benytte en lineær teknikk da risikoen for feil øker med graden av prediksjon.

Fremtidsregnskapet til NRS vil være estimert med utgangspunkt i den fremtidige utviklingen som vi mener er mest sannsynlig. Det vil alltid være en viss usikkerhet knyttet til budsjettering og fremtidig utvikling. For å håndtere og redusere denne type usikkerhet vil vi gjennomføre simulerings- og sensitivitetsanalyser i kapittel 11.

9.4 Budsjett drivere i budsjettperioden

I de påfølgende delkapitlene presenteres de ni budsjettdriverne som danner grunnlaget for utarbeidelsen av NRS sitt fremtidsregnskap. Som tidligere nevnt ønsker vi å knytte disse til tre spesifikke budsjett punkter for å danne et grunnlag for utregningen. Basert på prediksjonsmulighetene fastsetter vi kort sikt til år 2017 og 2018, mellomlang sikt til år 2022 og lang sikt til 2028. Lang sikt settes altså til steady state og følgelig vil vi ha konstant vekst i regnskapet fra og med år 2028. Da alle kontantstrømmer skjer 31.12 vil rentabiliteten i utarbeidelsen av fremtidsregnskapet basere seg på inngående kapital.

Over analyseperioden vil de fleste budsjettdriverne bevege seg mot bransjegjennomsnittet. (Knivsflå, 2016k) De tidsvektede bransjegjennomsnittene i oppdrettsbransjen ble funnet i lønnsomhetsanalysen i kapittel 8. I kapittel 8 ble rentabilitetene beregnet basert på gjennomsnittlige verdier. Følgelig blir ikke analysen konsistent da budsjettdriverne i dette kapitlet er beregnet på inngående verdier. Dette medfører at forholdstall som benyttes i de påfølgende delkapitlene for år 2016T vil kunne avvike fra funnene i kapittel 8. Dette er igjen med på øke usikkerheten til fremtidsregnskapet og følgelig verdiestimatet. I kapittel 11 vil vi

analysere denne usikkerheten samt i hvilken grad endringer i inputverdiene vil påvirke verdiestimatet.

I kapittel 7 fant vi at det eksisterer en risiko for at kravene til NRS er undervurdert hvilket igjen øker risikoen for at verdien beregnet i kapittel 11 blir overvurdert da estimeringen av fremtidskravene i kapittel 10 bygger på de historiske kravene. Videre har vi fastsatt at 2016T må anses som et toppår og at resultatene i året følgelig må anses som unormale. Ettersom det fundamentale rammeverket består av metoder som bygger på at budsjettdriverne skal estimeres basert på historisk informasjon er det lett å predikere for gode resultater i budsjettperioden. Vi vil dermed ta hensyn til denne risikoen når vi budsjetterer fremtidsregnskapet.

9.4.1 Driftsinntekstvekst

Ettersom driftsinntekstveksten er avgjørende for fremtidig størrelse på virksomheten utgjør budsjettdriveren grunnlaget for budsjetteringen. For å predikere fremtidig vekst tar vi utgangspunkt i den strategiske vekstanalysen og den regnskapsbaserte analysen. Etter at vi har fastsatt veksten på kort-, mellomlang- og lang sikt kan vi benytte driverne til å beregne fremtidige driftsinntekter. (Knivsflå, 2016k)

$$DI_t = (1 + div_t) * DI_{t-1}$$

DI = driftsinntekter, div = driftsinntekstvekst

Driftsinntektene i oppdrettsbransjen er først og fremst styrt av lakseprisene. Dermed vil en analyse av vekstpotensial i prisen være viktig når vi fastsetter fremtidig driftsinntekstvekst. Ettersom lakseprisen er svært volatil tar vi utgangspunkt i gjennomsnittlig pris per år når vi skal analysere fremtidig vekst. Interne og eksterne faktorer som for eksempel vekstmuligheter i virksomheten og bransjen vil også påvirke den fremtidige driftsinntekstveksten til NRS. Følgelig ønsker vi ikke å sette ett en til en forhold mellom utviklingen i lakseprisen og driftsinntektene, men prisutviklingen vil telle sterkt.

De seneste årene har NRS og oppdrettsbransjen hatt en enorm inntekstvekst og 2016 har så langt vært et rekord år. Som vi ser i inntekstvekstanalysen har NRS hatt en vekst på 18,82% i perioden 2010-2016T. Lakseprisen har vokst med hele 68% prosent i samme tidsperiode og

prisøkningen skyldes den store etterspørselsveksten etter norsk laks. (Fish Pool, 2016a) Som nevnt i kapittel 4 kan deler av den økte etterspørselen forklares av forholdene i Chile. Produksjonen i Chile er nå på vei opp hvilket kan påvirke fremtidig etterspørsel etter norsk oppdrettsfisk da Chile har mulighet til å produsere billigere laks enn Norge.

Basert på prediksjonene til Fish Pool vil gjennomsnittlig laksepris for 2016 ende på omtrent 62kr. I 2017 vil gjennomsnittsprisen øke til 67 kr, mens den i 2018 skal reduseres til 59 kr. (Fish Pool, 2016b) Følgelig kan 2016 og 2017 anses som toppår for de norske oppdrettsselskapene og vi kan forvente at lakseprisen vil synke i fremtiden. Det skal også nevnes at oppdrettsselskapene har store problemer knyttet til lus og det er flere selskap som har redusert forventet produksjon for 2016 grunnet lusproblemet. (Mattilsynet, 2016b) Dersom problemet utvikler seg kan tilbudet i markedet reduseres ytterligere og prisene kan presses enda høyere. Ettersom det er begrensninger knyttet til biologisk vekst på kort sikt vil veksten i 2017 og 2018 være styrt av lakseprisen samt eventuelt tap i produksjon grunnet lus og sykdom. På mellomlang- og lang sikt eksisterer det derimot vekstmuligheter som gjøre prediksjonen mer usikker.

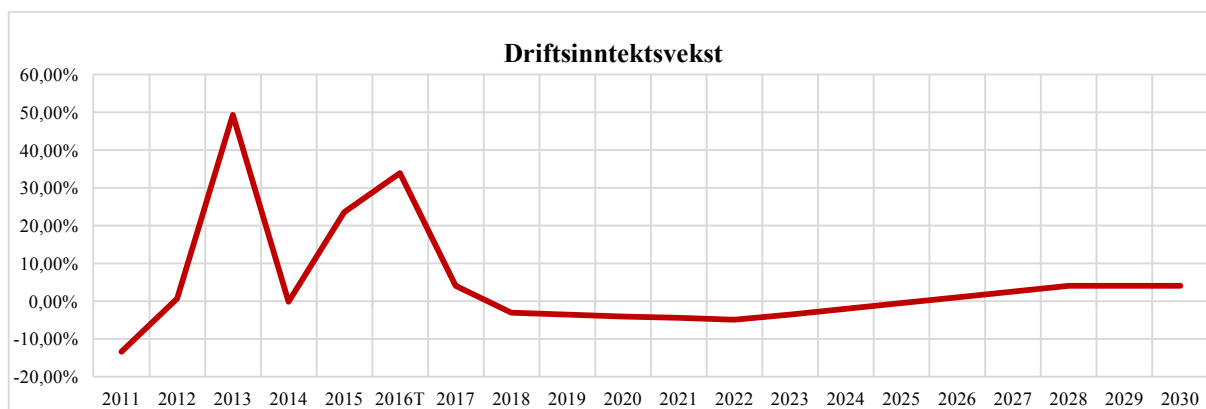
Gjennom den strategiske analysen i kapittel fire kom vi frem til at det eksisterer et vekstpotensial både i bransjen og i NRS. Slik situasjonen er i dag vil konsesjonspolitikken være svært avgjørende for om NRS og de andre selskapene i bransjen kan øke sin produksjon i fremtiden. Det er et stort potensiale knytte til den teknologiske utviklingen og dersom selskapene får tildelt utviklingskonsesjoner vil vi trolig se en stor vekst i produsert mengde laks i fremtiden. Økt produksjonskapasitet kan være både positivt og negativt for inntektsveksten da en av hovedkildene til den høye lakseprisen i dag er høy etterspørsel i forhold til produksjon. Som vi også diskuterte i kapittel fire vokser stadig befolkningen og etterspørselen etter proteinkilder vil fortsette å øke.

I budsjetteringen av veksten er det i tillegg viktig å inkludere momentet knyttet til produksjonstid. Selskapene vil ikke generere inntekter fra nye konsesjoner før etter noen år. Dermed vil vi troligvis ikke se virkningen av eventuelle utviklingskonsesjoner før om 5-10 år som igjen vil øke usikkerheten knyttet til fremtiden. Det er svært vanskelig å predikere hvordan nye konsesjoner vil påvirke markedet ettersom det er vanskelig å forutsi tilbud/etterspørselssituasjonen 10 år frem i tid samt hvor mye produksjonen vil øke som følge av de nye anleggene. Fordelen med en lang produksjonstid er på den andre siden at vi kan

forutsi at det ikke vil komme noen store nye konkurrenter de nærmeste årene som potensielt kan stjele markedsandeler og dermed redusere NRS sin inntektsvekst. Som nevnt i kapittel 4 er det mange etableringshindre som medfører at nyetableringer ikke anses som en trussel.

Basert på diskusjonen over skal vi nå fastsette inntektsveksten for de ulike budsjettpunktene. Hvis vi tar utgangspunkt i Fish Pool sine prediksjoner kan vi forvente en driftsinntektsvekst på 8,45 % i 2017 og en negativ vekst på 11,81 % i år 2018. Ettersom det er flere faktorer som spiller inn velger vi å ikke benytte et en til en forhold mellom inntektsvekst og laksepris på kort sikt. NRS har hatt en unormal høy driftsinntektsvekst i 2016 på 34% og vi forventer følgelig vi at denne vil avta de kommende årene. Vi fastsetter dermed inntektsveksten skjønsmessig til 4% i 2017 og -3% i 2018. På mellomlang sikt forventer vi at driftsinntektsveksten vil falle da Fish Pool predikerer en nedgang i lakseprisen i samme tidsrom. Forventet forwardpris for 2021 ligger på 44 kr hvilket innebærer en nedgang på 25% fra prisen i 2018. Vi fastsetter en inntektsveksten på -5% i 2022 hvilket innebærer en total nedgang i veksten på 17% fra 2018. Basert på analysen over anses dette nivået som rimelig.

For å predikere den langsiktige veksten tar vi utgangspunkt i realveksten i verdensøkonomien og global inflasjon i dag. Inflasjonen i verden var i 2015 1,4 % og årlig gjennomsnittlig realvekst i verdensøkonomien har ligget på et nivå rundt 3,5 % fra 1961 til 2015. (The World Bank Group, 2016a) (The World Bank Group, 2016b) I Norge lå inflasjonen på 2,2% i 2015 og Norges Bank har et årlig inflasjonsmål på 2,5%. (The World Bank Group, 2016c) (Norges Bank, 2016a) På lang sikt kan ikke veksten være større enn forventet realvekst i verdensøkonomien addert med dagens inflasjon. (Knivsflå, 2016k) Dette medfører at veksten på lang sikt maksimalt kan være 4,9% basert på verdensbankens beregninger. Følgelig vil fremtidig vekst ligge under det historiske vekstnivået for analyseperioden. Dette anses som rimelig da oppdrettsbransjen har hatt en unormal høy vekst de siste årene. Følgelig setter vi veksten i steady state til 4% hvilket er under den maksimale veksten.



Figur 9-4 Driftsinntektsvekst til NRS i perioden 2011-2030

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Driftsinntektsvekst div	0,040	-0,030	-0,035	-0,040	-0,045	-0,050	-0,035	-0,020	-0,005	0,010	0,025	0,040	0,040	0,040

Tabell 9-2 Driftsinntektsveksten til NRS i perioden 2017-2030

For å oppsummere driftsinntekstveksten har vi presentert utviklingen i budsjettperioden i figur 9-4 og tabell 9-2. Som illustrert inkluderer fremtidsveksten oppgangs- og nedgangskonjunkturer samt kontinuerlig vekst fra og med steady state. Mellom budsjettpunktene vil driftsinntektsveksten utvikle seg lineært grunnet valg av fremskrivningsteknikk.

9.4.2 Netto driftseiendeler

Ved budsjettering av netto driftseiendeler ser vi på forholdet mellom den årlige prognosen på omløpet til netto driftseiendeler og driftsinntektene. (Knivsfå, 2016l)

$$NDE_{t-1} = \frac{DI_t}{onde_t} \leftrightarrow NDE_t = \frac{DI_{t+1}}{onde_{t+1}}$$

NDE = netto driftseiendeler, DI = driftsinntekter, onde = omløpet til netto driftseiendeler

En svakhet knyttet til denne formelen er at den forutsetter at driftseiendelene øker i takt med driftsinntektene. Dette er en forenkling da driftseiendelene i realiteten knytter seg mer til finansieringsstruktur og grad av investering enn driftsinntektene. Risikoen for feil i fremtidsregnskapet og følgelig i verdierestimatet øker basert på denne forenklingen. Ettersom det er vanskelig å predikere fremtidige investeringer og endringer i finansieringsstruktur velger vi likevel å benytte formelen i det fundamentale rammeverket. I tilfellet til NRS utgjør også omtrent 50% av driftseiendelene biologiske eiendeler og følgelig vil svingninger i

lakseprisen, som påvirker driftsinntektene, ha innvirkning på virksomhetens netto driftseiendeler.

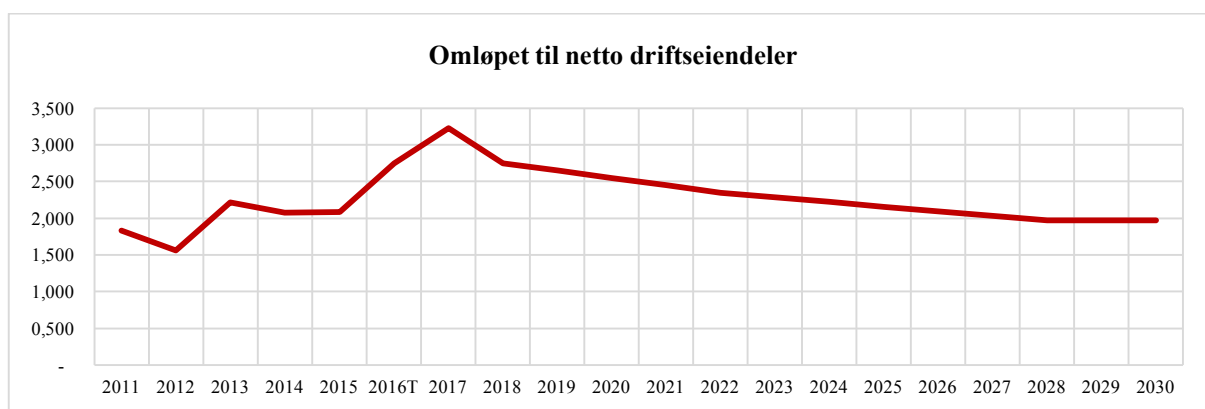
I kapittel 8 kom vi frem til at NRS har hatt et gjennomsnittlig omløp av netto driftseiendeler på 2,35. Omløpet har vært noe ustabilt over analyseperioden hvilket medfører økt risiko når vi nå skal budsjettere fremtidig omløp. I henhold til rammeverket vil omløpet reversere mot bransjegjennomsnittet i budsjettperioden og til slutt ende på gjennomsnittet i steady state med mindre virksomheten har en varig omløpsfordel. Basert på funnene i kapittel 8 kan vi ikke benytte oss av denne forutsetningen for NRS. Ved å reversere omløpet til NRS ned til bransjegjennomsnittet i oppdrettsbransjen vil vi overvurdere fremtidige netto driftseiendeler i NRS gitt dagens driftsstruktur.

I tilfellet til NRS utgjør konsesjoner og biologiske eiendeler over 90% av netto driftseiendelene i virksomheten. Følgelig vil fremtidige endringer i netto driftseiendeler i hovedsak knytte seg til disse postene. Verdien til de biologiske eiendelene påvirkes som nevnt av prisnivået i oppdrettsbransjen. Videre vil verdien av konsesjonene også påvirkes av lakseprisen da disse er balanseført til gjenvinnbart beløp, altså årlig markedspris på konsesjoner. Konsesjonene vil være mer verdt i perioder med høye priser og følgelig vil netto driftseiendeler til NRS i stor grad påvirkes av svingninger i lakseprisen.

Som vi diskuterte i kapittel 9.4.1 er det stor usikkerhet knyttet til utviklingen i konsesjoner både for bransjen og for NRS. Dermed er det svært vanskelig å predikere hvordan produksjonsveksten i NRS vil utvikle seg over budsjettperioden. Vi kan ikke si med sikkerhet at NRS vil få tildelt utviklingskonsesjoner som igjen vil øke verdiene til biologiske eiendeler og konsesjoner. Vi velger dermed å ikke legge inn dette i prediksjonen, men heller budsjettere utviklingen basert på situasjonen i dag. Dette innebærer at vi antar at NRS fortsatt vil generere hovedinntekten fra salgs- og markedsføringsavdelingen og at egenprodusert laks vil utgjøre rundt 40% av totalt solgt mengde.

Basert på nevnte forutsetninger må vi fastsette et omløp til netto driftseiendeler som er høyere enn bransjegjennomsnittet da bransjegjennomsnittet baserer seg på at hovedinntekten kommer fra egen biomasse. Figur 8-5 viser utviklingen av omløpet til netto driftseiendeler for NRS over analyseperioden. Figuren viser at 2010-2015 kan betraktes som en relativt stabil periode for omløpet til NRS. I denne perioden har oppdrettsbransjen opplevd både oppgangs- og

nedgangsperioder knyttet til lakseprisen hvilket medfører at vi anser dette som et godt utgangspunkt for budsjettering. Vi velger dermed å sette omløpet til netto driftseiendeler på lang sikt lik gjennomsnittet til NRS i denne perioden på 1,97. På mellomlang sikt velger vi en onde på 2,35 som er tidsvektet gjennomsnitt for perioden 2010-2016T. På kort sikt forventer vi at omløpet vil avta da vi mener omløpet på 3,23 i 2016T må anses som unormalt høyt. I figur 9-5 har vi illustrert utviklingen til omløpet til netto driftseiendeler for NRS over budsjettperioden. Tabell 9-3 viser beregningen av selskapets netto driftseiendeler.



Figur 9-5 Omløpet til netto driftseiendeler til NRS i perioden 2011-2030

År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Driftsinntekter	DI	4 335 970	4 184 211	4 016 843	3 836 085	3 644 280	3 516 731	3 446 396	3 429 164	3 463 456	3 550 042	3 692 044	3 839 725	3 993 314	4 153 047
Omløpet til netto driftseiendeler t+1	onde _{t+1}	2,750	2,649	2,548	2,446	2,345	2,283	2,220	2,158	2,095	2,033	1,970	1,970	1,970	1,970
Netto driftseiendeler	NDE	1 576 716	1 579 693	1 576 778	1 568 149	1 554 064	1 540 736	1 552 431	1 589 416	1 653 201	1 746 638	1 874 134	1 949 099	2 027 063	2 108 146

Tabell 9-3 Netto driftseiendeler til NRS i perioden 2017-2030

9.4.3 Netto driftsresultat

Det neste steget i budsjetteringen er å fremskrive netto driftsresultat. Årlig resultat finner vi ved å multiplisere netto driftsmargin med driftsinntektene. (Knivsflå, 2016l) Ettersom driftsinntektene allerede er estimert vil fokuset i dette delkapittelet være å budsjettere årlig netto driftsmargin.

$$NDR_t = ndm_t * DI_t$$

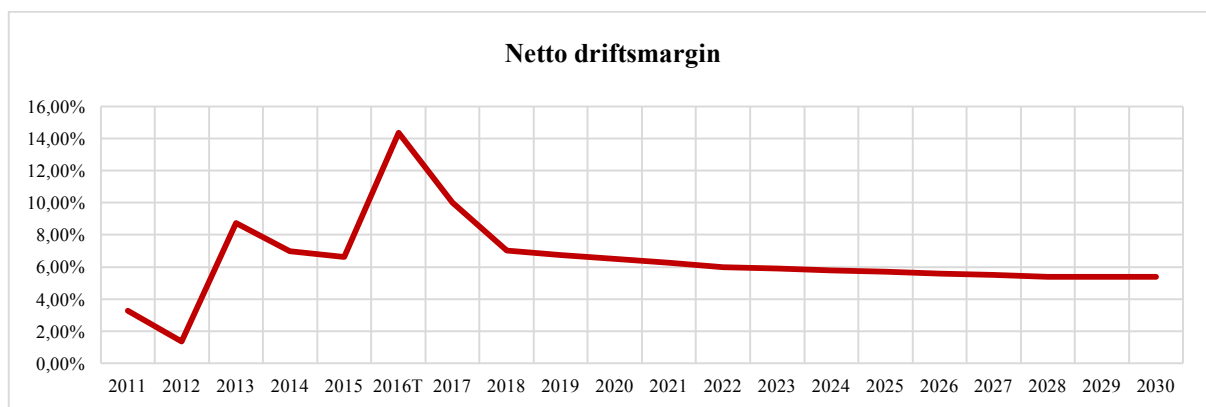
NDR = netto driftsresultat, ndm = netto driftsmargin, DI = driftsinntekter

I likhet med omløpet til netto driftseiendeler kan netto driftsmarginen ikke forventes å reverseres mot bransjegjennomsnittet på lang sikt. Årsaken til dette er igjen forskjellene i driftsstruktur. I kapittel 8 kom vi frem til at NRS har en marginulempe relativt til bransjen.

Dette er naturlig da den største delen av inntektene og kostnadene er knyttet til salg- og kjøpsavdelingen. Ettersom NRS ikke produserer all oppdrettsfisk selv er det begrenset hvor stor driftsmarginen kan bli. I et marked med høy etterspørsel etter laks vil det være naturlig at NRS ikke kan forvente en høy fortjeneste per fisk. Ettersom bransjegjennomsnittet er basert på egenproduksjon vil ikke driftsmarginen i bransjen utgjøre er representativt nivå.

I 2016T har NRS en netto driftsmargin på 14,4% hvilket vi anser som et unormalt høyt nivå gitt et tidsvektet gjennomsnittet på 7,5%. Vi forventer at denne marginen vil falle allerede i år 2017 da det må antas at prisen på laksen som NRS kjøper øker i takt med lakseprisene. Videre kan dagens lusproblem også presse varekostnadene opp. På kort sikt reduserer vi dermed driftsmarginen til henholdsvis 10% og 7%. Videre forventer vi at marginen på mellomlang sikt faller til 6% hvilket ligger under det tidsvektede gjennomsnittet. Som nevnt mener vi at NRS ikke kan få en like god driftsmargin som bransjen ettersom de ikke kan redusere kostnadsnivået per enhet da denne er gitt i av kjøpsprisen.

Gjennomsnittlig driftsmargin i bransjen ligger på 10,1 % over analyseperioden og NRS har som presentert i kapittel 8.4.3.1 en gjennomsnittlig marginulempe på 2,7%. Ser vi bort fra 2016T som kan anses som et toppår har bransjen ett margingjennomsnitt på 9,40% og NRS et gjennomsnitt på 5,39% hvilket tilsvarer en ulempe på rundt 4%. Tatt i betraktning truslene fra leverandører og kunder som ble diskutert i kapittel 4 mener vi at en driftsmargin på 10% må anses som noe høyt. Vi mener dermed at gjennomsnittet i perioden 2010-2015 gir et mer representativt bilde av netto driftsmarginen til NRS på lang sikt. Gitt driftsstrukturen til virksomheten mener vi heller ikke at det er urimelig med en driftsmarginulempe på 4% på lang sikt og setter følgelig langsiktig driftsmargin til 5,39%. Det skal presiseres at denne kan bli høyere dersom NRS øker andelen egenprodusert laks, men dette er igjen styrt av konsesjoner. Utviklingen til virksomhetens netto driftsmargin er illustrert i figur 9-6 og i tabell 9-4 er beregningen av budsjettert netto driftsresultat presentert.



Figur 9-6 Netto driftsmargin til NRS i perioden 2011-2030

År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Driftsinntekter	DI	4 470 072	4 335 970	4 184 211	4 016 843	3 836 085	3 644 280	3 516 731	3 446 396	3 429 164	3 463 456	3 550 042	3 692 044	3 839 725	3 993 314
Netto driftsmargin	ndm	0,1000	0,0700	0,0675	0,0650	0,0625	0,0600	0,0590	0,0580	0,0570	0,0559	0,0549	0,0539	0,0539	0,0539
Netto driftsresultat	NDR	447 007	303 518	282 434	261 095	239 755	218 657	207 428	199 776	195 291	193 723	194 956	199 001	206 961	215 240

Tabell 9-4 Utregning av netto driftsresultat for NRS i perioden 2017-2030

9.4.4 Netto finansiell gjeld

Før vi kan fremskrive netto finansiell gjeld til NRS over budsjettperioden må vi budsjettere utviklingen av virksomhetens finansielle gjeld og finansielle eiendeler.

9.4.4.1 Finansiell gjeldsdel

For å beregne NRS sin fremtidige finansielle gjeld tar vi utgangspunkt i netto driftseiendeler og finansiell gjeldsdel. (Knivsflå, 2016l)

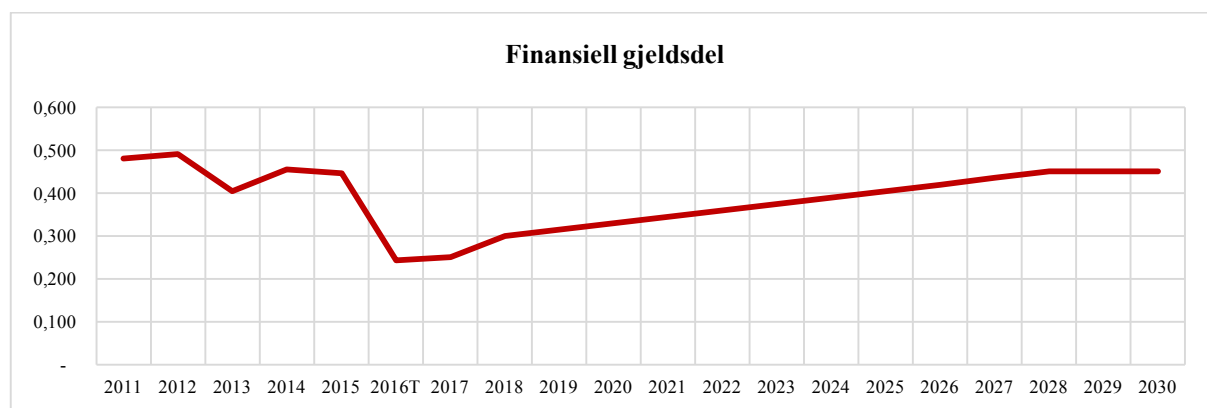
$$FG_t = fgd_t * NDE_t$$

FG = finansiell gjeld, fgd = finansiell gjeldsdel, NDE = netto driftseiendeler

I 2016T har NRS en gjeldsdel på 24,2% grunnet tidligere nevnt tilbakebetaling av lån i andre kvartal. Dette må anses som et unormalt lavt nivå og vi forventer at denne vil oppjusteres over analyseperioden. Oppdrettsbransjen er en kapitalintensiv bransje og det kan dermed forventes at NRS vil øke gjeldsgraden betydelig over budsjettperioden. Gjennom analyseperioden har gjennomsnittlig gjeldsdel i NRS vært 42% og følgelig antar vi at det vil reverseres mot dette nivået.

På kort sikt vil gjeldsdelen være lav da NRS ikke har annonsert planer om nyinvesteringer eller lignende. En av grunnen til at NRS kan ha så lavt gjeldsnivå i dag er de høye lakseprisene som følgelig gir virksomheten et godt driftsresultat. Ettersom det forventes at lakseprisen vil reduseres mot budsjettpunkt M forventer vi at NRS må øke gjeldsdelen i samme periode for å opprettholde forpliktelser da netto resultat til egenkapital vil reduseres. På Oslo Børs ligger historisk gjennomsnittlig gjeldsdel på rundt 50% (Knivsfå, 2016l). Dette kan anses som noe høyt og vi forventer dermed at gjeldsnivået til NRS vil reverseres mot 45% på lang sikt.

Dersom NRS får tildelt utviklingskonsesjonene i samarbeid med Aker kan gjeldsdelen øke, men som tidligere diskutert øker risikoen for feilinformasjon ved prediksjon. Videre har vi heller ikke har noe grunnlag for å forutsi hva et slik prosjekt vil koste eller hvordan det skal finansieres. Dermed forutsetter vi utviklingen i finansiell gjeldsdel som er illustrert i figur 9-7.



Figur 9-7 Finansiell gjeldsdel til NRS i perioden 2011-2030

9.4.4.2 Finansiell eiendelsdel

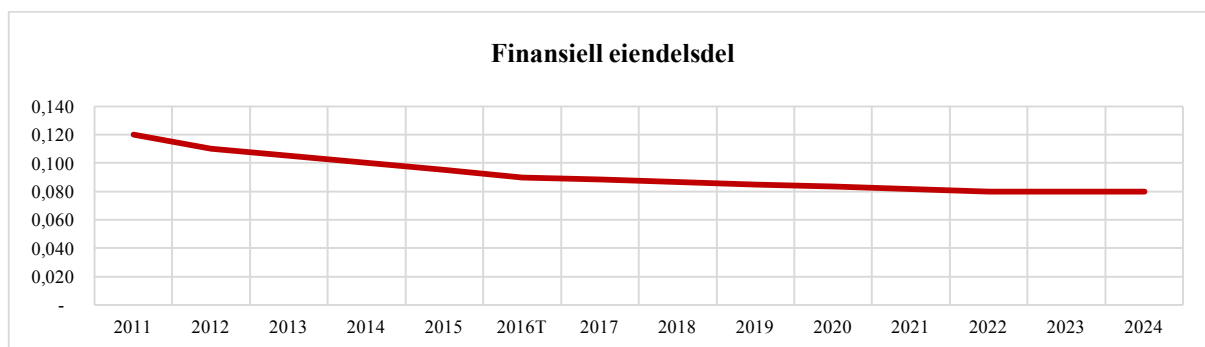
Vi budsjetterer NRS sine finansielle eiendeler på samme måte som den finansielle gjelden. (Knivsfå, 2016l)

$$FE_t = fed_t * NDE_t$$

FE = finansielle eiendeler, fed = finansiell eiendelsdel, NDE = netto driftseiendeler

Over analyseperioden har NRS en gjennomsnittlig finansiell eiendelsdel på 6,9% som i hovedsak består av kontanter og kontantekvivalenter. Den finansielle eiendelsdelen økte fra 4% i 2014 til 14% i 2015. Dermed anser vi dagens nivå på 15,4% som unormalt høyt og forventer at dette vil reduseres over budsjettperioden. Videre kan det anses som optimal

selskapsstyring å redusere kontantbeholdningen når kontantene ikke skal benyttet til annet enn kontantvekstinvesteringer. (Knivsflå, 2016l) Dermed forventer vi at eiendelsdelen vil reverseres til et nivå på 8% på lang sikt som er noe over dagens gjennomsnitt. I figur 9-8 er utviklingen til finansielle eiendelsdelen over budsjettperioden illustrert.



Figur 9-8 Finansiell eiendelsdel til NRS i perioden 2011-2030

9.4.4.3 Oppsummering netto finansiell gjeld

Basert på budsjetteringen i de to foregående delkapitlene kan vi nå budsjettere netto finansielle gjeld til NRS for budsjettperioden. I tabell 9-5 er oppsummeringen presentert.

År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftseiendeler	NDE	1 576 716	1 579 693	1 576 778	1 568 149	1 554 064	1 540 736	1 552 431	1 589 416	1 653 201	1 746 638	1 874 134	1 949 099	2 027 063	2 108 146
Finansiell gjeldsdel	fgd	0,25	0,3	0,315	0,33	0,345	0,36	0,375	0,39	0,405	0,42	0,435	0,45	0,45	0,45
Finansiell gjeld	FG	394 179	473 908	496 685	517 489	536 152	554 665	582 161	619 872	669 546	733 588	815 248	877 095	912 178	948 666
Finansiell eiendelsdel	fed	0,120	0,110	0,105	0,100	0,095	0,090	0,088	0,087	0,085	0,083	0,082	0,080	0,080	0,080
Finansiell eiendeler	FE	189 206	173 766	165 562	156 815	147 636	138 666	137 131	137 749	140 522	145 553	153 054	155 928	162 165	168 652
Netto finansiell gjeld	NFG	204 973	300 142	331 123	360 674	388 516	415 999	445 030	482 123	529 024	588 035	662 194	721 167	750 013	780 014

Tabell 9-5 Oppsummering netto finansiell gjeld til NRS i perioden 2017-2030

9.4.5 Netto finansresultat

For å kunne predikerer NRS sitt netto finansresultat må vi først budsjettere netto finanskostnader og finansinntekter.

9.4.5.1 Netto finanskostnader

Budsjetteringen av virksomhetens netto finanskostnader gjennomføres ved å multiplisere estimert finansiell gjeldsrente med finansiell gjeld. (Knivsflå, 2016l) Den finansielle gjelden

til NRS er budsjettert i tidligere delkapitler og følgelig er det gjeldsrentene vi skal fremskrive i dette delkapittelet.

$$NFK_t = fgr_t * FG_{t-1}$$

NFK = netto finanskostnad, fgr = finansiell gjeldsrente, FG = finansiell gjeld

Basert på analysen i kapittel 8 kom vi frem til at NRS har en finansieringsulempe på 0,9% grunnet en rentabilitet høyere enn kravet over analyseperioden. I henhold til det fundamentale rammeverket settes finansiell gjeldsrente lik fremtidig finansielt gjeldskrav over budsjettperioden. Grunnen til dette er forventningen om at markedene er effektive og velfungerende slik at virksomhetene på sikt ikke vil ha en fordel knyttet til finansiering. (Knivsfå, 2016l) Utregningen av finansielt gjeldskrav er presentert i kapittel 10.2.2 og som vi kan se i tabell 9-6 øker kravet og følgelig rentabiliteten over budsjettperioden.

Forutsetningen knyttet til en rentabilitet lik kravet medfører at gjeldsrenten blir lik kravet fra og med 2017. Dette innebærer at rentabiliteten reduseres fra 3% i 2016T til 1% i 2017 noe som må anses som en stor reduksjon tatt i betraktning utviklingen over analyseperioden. I kapittel 7 diskuterte vi også risikoen for at det finansielle gjeldskravet kan være underestimert som følge av inputverdiene. Dette igjen får følger for finanskostnadene og kan føre til at vi underestimerer kostnadene i budsjettperioden. Vi vil i kapittel 11 komme tilbake til i hvilken grad endringene i budsjettdriverne vil påvirke det endelig verdierestimatet.

År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Finansiell gjeldsrente	fgr=fgk	0,010	0,010	0,011	0,011	0,011	0,012	0,014	0,017	0,019	0,021	0,024	0,030	0,030	0,030
Finansiell gjeld	FG _{fin}	335 439	394 179	473 908	496 685	517 489	536 152	554 665	582 161	619 872	669 546	733 588	815 248	877 095	912 178
Netto finanskostnad	NFK	3 358	3 987	4 986	5 427	5 865	6 294	7 846	9 636	11 752	14 305	17 438	24 603	26 469	27 528

Tabell 9-6 Netto finanskostnader til NRS i perioden 2017-2030

9.4.5.2 Netto finansinntekter

Netto finansinntekter beregnes på samme måte som kostnadene. (Knivsfå, 2016l, 2016)

$$NFI_t = fer_t * FE_{t-1}$$

NFI = netto finansinntekter, fer = finansiell eiendelsrentabilitet, FE = finansielle eiendeler

I kapittel 8 kom vi frem til at NRS har en finansieringsulempe over analyseperioden på tilnærmet 0%. Ved budsjetteringen av finansinntektene benytter vi igjen samme forutsetning om effektive markeder hvilket medfører at eiendelsrentabiliteten på sikt vil være lik kravet.

Ettersom rentabiliteten har ligget såpass tett opp mot kravet over analyseperioden vil ikke finansinntektene bli påvirket i stor grad av å sette rentabiliteten lik kravet. Utviklingen til finansiell eiendelsrentabilitet er presentert i tabell 9-7 og utregningen av kravet presenteres i kapittel 10.2.3.

År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Finansielt eiendelsrentabilitet	fer=fek	0,005	0,006	0,007	0,008	0,009	0,010	0,013	0,016	0,019	0,022	0,025	0,029	0,029	0,029
Finansielle eiendeler (IB)	FE	213 684	189 206	173 766	165 562	156 815	147 636	138 666	137 131	137 749	140 522	145 553	153 054	155 928	162 165
Netto finansinntekter	NFI	1 126	1 132	1 216	1 326	1 415	1 482	1 810	2 203	2 628	3 104	3 653	4 395	4 478	4 657

Tabell 9-7 Netto finansinntekter til NRS i perioden 2017-2030

9.4.5.3 Oppsummering netto finansresultat

Basert på budsjetteringen i de to foregående delkapitlene kan vi nå presentere NRS sitt budsjetterte netto finansresultat i tabell 9-8.

År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto finanskostnad	NFK	3 358	3 987	4 986	5 427	5 865	6 294	7 846	9 636	11 752	14 305	17 438	24 603	26 469	27 528
Netto finansinntekter	NFI	1 126	1 132	1 216	1 326	1 415	1 482	1 810	2 203	2 628	3 104	3 653	4 395	4 478	4 657
Netto finansresultat	NFR	2 232	2 855	3 770	4 101	4 450	4 812	6 036	7 433	9 124	11 201	13 785	20 207	21 991	22 871

Tabell 9-8 Netto finansresultat til NRS i perioden 2017-2030

9.4.6 Minoritetsinteresser

De siste budsjettdriverne vi skal beregne knytter seg til NRS sine minoritetsinteresser. Først skal vi budsjetterer minoritetsinteressene over budsjettperioden før vi ser på resultatet knyttet til minoriteten. Framskrivningen av minoritetene baserer seg på minoritetsinteressedelens samt netto driftseiendeler. (Knivsflå, 2016)

$$MI_t = mid_t * NDE_t$$

MI = minoritetsinteresser, mid = minoritetsinteressedel, NDE = netto driftseiendeler

Frem til 2016T har det vært en slak vekst i minoritetsinteressedelene fra 3,3% i 2011 til 5% i 2015. I 2016T ble denne imidlertid redusert ned til 1,8%. Som nevnt kan det være optimalt å ”presse ut” minoriteten dersom datterselskapene er lønnsomme. Dette virker det som at NRS har lykket med det siste året ettersom minoritetsinteressen er redusert og datterselskapene går med overskudd. Samtidig er det lønnsomt å beholde minoriteten dersom datterselskapene går med underskudd da virksomheten i det tilfellet har noen å dele tapet med. Dette medfører at

bransjegjennomsnittet kan anses som et passende mål for minoritetsdelen. (Knivsflå, 2016l)
 Over analyseperioden lå bransjegjennomsnittet på 2,7% og følgelig forventer vi at minoritetsdelen i NRS vil bevege seg mot dette over budsjettperioden. I tabell 9-9 er utviklingen til minoritetsinteressdelen samt beregningen av minoritetsinteressene presentert.

År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftskapital	NDK	1 576 716	1 579 693	1 576 778	1 568 149	1 554 064	1 540 736	1 552 431	1 589 416	1 653 201	1 746 638	1 874 134	1 949 099	2 027 063	2 108 146
Minoritetsdel	mid	0,019	0,02	0,0207	0,0214	0,0221	0,0228	0,0235	0,0242	0,0249	0,0256	0,0263	0,027	0,027	0,027
Minoritetsinteresser	MI	29 958	31 594	32 639	33 558	34 345	35 129	36 482	38 464	41 165	44 714	49 290	52 626	54 731	56 920

Tabell 9-9 Minoritetsinteresser til NRS i perioden 2017-2030

9.4.7 Netto minoritetsresultat

Til slutt benytter vi oss av resultatene fra forrige delkapittel til å beregne netto resultatet til minoriteten. (Knivsflå, 2016l)

$$NMR_t = mir_t * MI_{t-1}$$

NMR = netto minoritetsresultat, mir = minoritetsinteresserentabilitet, MI = minoritetsinteresser

I Kapittel 8 fant vi at NRS har en marginal minoritetsulempe over analyseperioden. I budsjettperioden kan vi forutsette at majoriteten på sikt klarer å skvise ut minoriteten eller at minoritetsinteressene er balanseført til tilnærmet virkelig verdi. Dersom vi kan forutsette dette kan vi anta at rentabiliteten til minoriteten vil være lik kravet i budsjettperioden. (Knivsflå, 2016l) Vi forventer dermed at rentabiliteten vil gå mot kravet på 8,1% i T. Ettersom NRS per dags dato har en ulempe forventer vi ikke at rentabiliteten vil gå mot kravet direkte, men at dette gradvis skjer over analyseperioden. I tabell 9-10 er utviklingen til rentabiliteten samt beregningen av netto minoritetsresultat presentert.

År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Minoritet	MI IB	24 381	29 958	31 594	32 639	33 558	34 345	35 129	36 482	38 464	41 165	44 714	49 290	52 626	54 731
Minoritetsrentabilitet	mir	0,200	0,181	0,171	0,161	0,151	0,141	0,131	0,121	0,111	0,100	0,090	0,080	0,081	0,081
Minoritetsresultat	MIR	4 876	5 422	5 403	5 255	5 067	4 843	4 597	4 404	4 253	4 135	4 038	3 951	4 273	4 444

Tabell 9-10 Minoritetsresultat til NRS i perioden 2017-2030

9.5 Presentasjon av fremtidsregnskapet

Basert på budsjetteringen vi har fortatt av de ni budsjettdriverne kan vi nå presenterer NRS sitt fremtidsregnskap for budsjettperioden 2017-2030. I de påfølgende delkapitlene presenteres fremtidig resultatregnskap, balanseoppstilling og kontantstrøm.

9.5.1 Fremtidsregnskap

I tabell 9-11 er NRS sitt fremtidige resultatregnskap presentert. Som nevnt i delkapittel 9.2.2 er dette normalisert og følgelig er alle unormale poster satt til null i budsjettperioden. Vi har også foretatt en residual utregning av netto betalt utbytte i resultatregnskapet. I vårt fremtidsregnskap er denne presentert som fri kontantstrøm til egenkapital. Posten representerer differansen mellom fullstendig netto resultat og endringen i egenkapitalen. Endringen i egenkapitalen er igjen hentet fra fremtidsbalansen som blir presentert i påfølgende delkapittel.

Fremtidsregnskap		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Driftsinntekter	<i>DI</i>	4 470 072	4 335 970	4 184 211	4 016 843	3 836 085	3 644 280	3 516 731	3 446 396	3 429 164	3 463 456	3 550 042	3 692 044	3 839 725	3 993 314
Netto driftsresultat	<i>NDR</i>	447 007	303 518	282 434	261 095	239 755	218 657	207 428	199 776	195 291	193 723	194 956	199 001	206 961	215 240
Netto finansinntekt	<i>NFI</i>	1 126	1 132	1 216	1 326	1 415	1 482	1 810	2 203	2 628	3 104	3 653	4 395	4 478	4 657
Nettoresultat til sysselsatt kapital	<i>NRS</i>	448 133	304 650	283 650	262 421	241 171	220 139	209 238	201 979	197 919	196 827	198 610	203 397	211 439	219 897
Netto finanskostnad	<i>NFK</i>	-4 700	-5 564	-6 882	-7 414	-7 935	-8 438	-10 065	-11 965	-14 231	-16 983	-20 373	-27 864	-29 977	-31 176
Netto minoritetsresultat	<i>NMR</i>	-4 876	-5 422	-5 403	-5 255	-5 067	-4 843	-4 597	-4 403	-4 252	-4 133	-4 036	-3 948	-4 270	-4 440
Netto resultat til egenkapital	<i>NRE</i>	438 558	293 664	271 366	249 752	228 168	206 858	194 577	185 611	179 435	175 711	174 202	171 585	177 192	184 280
Fullstendig nettoresultat	<i>FNR</i>	438 555	293 664	271 366	249 752	228 168	206 858	194 577	185 611	179 435	175 711	174 202	171 585	177 192	184 280
Fri kontantstrøm til egenkapital	<i>FKE</i>	335 123	387 492	306 308	288 851	270 882	248 452	213 267	187 700	165 252	144 833	125 441	158 928	130 180	135 387
Endring egenkapital	<i>ÆEK</i>	103 431	-93 828	-34 942	-39 099	-42 713	-41 595	-18 690	-2 089	14 183	30 878	48 761	12 657	47 012	48 893

Tabell 9-11 Budsjettert resultatregnskap til NRS i perioden 2017-2030

9.5.2 Fremtidsbalanse

Fremtidsbalansen til NRS er presentert i tabell 9-12 og 9-13 og illustrerer virksomhetens budsjetterte sysselsatte kapital og netto driftskapital. I balansen er egenkapitalen beregnet residualt ved å trekke finansiell gjeld og minoritetsinteresser fra sysselsatte eiendeler. I kapittel 11 vil vi beregne den virkelig verdien til egenkapitalen.

Fremtidsbalanse		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftseiendeler	<i>NDE</i>	1 576 716	1 579 693	1 576 778	1 568 149	1 554 064	1 540 736	1 552 431	1 589 416	1 653 201	1 746 638	1 874 134	1 949 099	2 027 063	2 108 146
Finansielle eiendeler	<i>FE</i>	189 206	173 766	165 562	156 815	147 636	138 666	137 131	137 749	140 522	145 553	153 054	155 928	162 165	168 652
Sysselsatte eiendeler	<i>SSE</i>	1 765 922	1 753 459	1 742 340	1 724 964	1 701 700	1 679 403	1 689 562	1 727 165	1 793 723	1 892 191	2 027 188	2 105 027	2 189 228	2 276 797
Egenkapital	<i>EK</i>	1 341 786	1 247 957	1 213 015	1 173 916	1 131 203	1 089 609	1 070 918	1 068 829	1 083 012	1 113 889	1 162 650	1 175 307	1 222 319	1 271 212
Minoritetsinteresser	<i>MI</i>	29 958	31 594	32 639	33 558	34 345	35 129	36 482	38 464	41 165	44 714	49 290	52 626	54 731	56 920
Finansiell gjeld	<i>FG</i>	394 179	473 908	496 685	517 489	536 152	554 665	582 161	619 872	669 546	733 588	815 248	877 095	912 178	948 666
Sysselsatt kapital	<i>SSK</i>	1 765 922	1 753 459	1 742 340	1 724 964	1 701 700	1 679 403	1 689 562	1 727 165	1 793 723	1 892 191	2 027 188	2 105 027	2 189 228	2 276 797

Tabell 9-12 Budsjettert balanse til NRS i perioden 2017-2030 – Sysselsatt kapital

Fremtidsbalanse		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftseiendeler	NDE	1 576 716	1 579 693	1 576 778	1 568 149	1 554 064	1 540 736	1 552 431	1 589 416	1 653 201	1 746 638	1 874 134	1 949 099	2 027 063	2 108 146
Egenkapital	EK	1 341 786	1 247 957	1 213 015	1 173 916	1 131 203	1 089 609	1 070 918	1 068 829	1 083 012	1 113 889	1 162 650	1 175 307	1 222 319	1 271 212
Minoritetsinteresser	MI	29 958	31 594	32 639	33 558	34 345	35 129	36 482	38 464	41 165	44 714	49 290	52 626	54 731	56 920
Netto finansiell gjeld	NFG	204 973	300 142	331 123	360 674	388 516	415 999	445 030	482 123	529 024	588 035	662 194	721 167	750 013	780 014
Netto driftskapital	NDK	1 576 716	1 579 693	1 576 778	1 568 149	1 554 064	1 540 736	1 552 431	1 589 416	1 653 201	1 746 638	1 874 134	1 949 099	2 027 063	2 108 146

Tabell 9-13 Budsjettert balanse til NRS i perioden 2017-2030 – Netto driftskapital

9.5.3 Frikontantstrøm

Til slutt har vi presentert fremtidig frikontantstrøm for NRS i tabell 9-14. Utregningen av kontantstrømmen er basert på fremtidsregnskapet og fremtidsbalansen. Som vi kan se i tabellen øker selskapets finansielle gjeld årlig hvilket innebærer at deler av utbyttet er lånefinansiert. Som nevnt innledningsvis er det ikke vanlig at balanseposter har en jevn utvikling slik som vist i denne kontantstrømmen. Det er en stor sannsynlighet for at selskapet vil ta opp et større lån i ett år eller flere år enn masse smålån i løpet av budsjetteringsperioden. Da det er svært vanskelig å predikere når et slikt lån vil bli reelt mener vi det vil være mindre risiko ved å følge Knivsflå sitt rammeverk som benytter en jevn vekst.

Fra tabell 9-14 kan vi lese at NRS får en økning i fri kontantstrøm til egenkapitalen i steady state før denne reduseres i år 2029. Hovedårsaken til denne økningen er endringen i netto driftseiendeler som forårsakes av en reduksjon i omløpet til netto driftseiendeler.

Fri kontantstrøm		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftsresultat	NDR	447 007	303 518	282 434	261 095	239 755	218 657	207 428	199 776	195 291	193 723	194 956	199 001	206 961	215 240
Endring i netto driftseiendeler	ANDE	-192 229	-2 976	2 914	8 629	14 085	13 328	-11 694	-36 985	-63 785	-93 437	-127 496	-74 965	-77 964	-81 083
Fri kontantstrøm fra drift	FKD	254 778	300 542	285 349	269 724	253 840	231 985	195 734	162 791	131 506	100 285	67 461	124 036	128 997	134 157
Netto finansinntekter	NFI	1 126	1 132	1 216	1 326	1 415	1 482	1 810	2 203	2 628	3 104	3 653	4 395	4 478	4 657
Endring i finansielle eiendeler	AFE	24 478	15 440	8 204	8 747	9 179	8 970	1 535	-618	-2 773	-5 031	-7 501	-2 874	-6 237	-6 487
Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	FKS	280 383	317 114	294 769	279 797	264 434	242 437	199 079	164 376	131 361	98 358	63 613	125 558	127 238	132 328
Netto finanskostnad	NFK	-4 700	-5 564	-6 882	-7 414	-7 935	-8 438	-10 065	-11 965	-14 231	-16 983	-20 373	-27 864	-29 977	-31 176
Endring i finansiell gjeld	AFG	58 740	79 729	22 777	20 804	18 663	18 513	27 496	37 711	49 674	64 042	81 660	61 846	35 084	36 487
Netto minoritetsresultat	NMR	-4 876	-5 422	-5 403	-5 255	-5 067	-4 843	-4 597	-4 403	-4 252	-4 133	-4 036	-3 948	-4 270	-4 440
Endring i minoritetsinteresser	AMI	5 577	1 636	1 045	919	786	784	1 353	1 982	2 701	3 549	4 576	3 336	2 105	2 189
Fri kontantstrøm til egenkapital	FKE	335 123	387 492	306 308	288 851	270 882	248 452	213 267	187 700	165 252	144 833	125 441	158 928	130 180	135 387

Tabell 9-14 Budsjettert fri kontantstrøm til NRS i perioden 2017-2030

10. Fremtidskrav

I kapittel 7 utarbeidet vi de historiske avkastningskravene til NRS og i de påfølgende delkapitlene skal vi beregne NRS sine fremtidskrav. Hovedformålet med fremtidskravene er å beregne nåverdien av et selskap ved å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer. (Knivsflå, 2016m) Vi skal utarbeide fremtidskravene til selskapets egenkapital og minoritet, finansielt eiendels- og gjeldskrav samt netto finansielt gjeldskrav. Til slutt skal vi utarbeide selskapskravene til NRS som består av netto driftskrav og sysselsatt kapitalkrav. Basert på funnene i dette kapitlet kan vi analysere NRS sin fremtidige strategiske fordel.

Oppbyggingen og innholdet samsvarer i stor grad med kapittel 7 foruten at vi nå beregner vektingen av kapitalene basert på inngående balanser og ikke gjennomsnittlig kapital. Ettersom de ulike kravene og tilhørende teori allerede er presentert vil vi følgelig kun presentere utarbeidelsen og resultatene av fremtidskravene i dette kapitlet. Verdiene i fremtidsregnskapet som vi estimerte i kapittel 9 danner grunnlaget for beregningen av krav, vektinger og betaer. De utarbeidede fremtidskravene skal videre gjennom en konvergeringsprosess i kapittel 11. Denne konvergeringen gjennomføres slik at vi får et felles verdiestimat på egenkapitalen basert på verdivekter. Dette medfører at kravene som benyttes som diskonteringsrente ved beregningen av det endelig verdiestimatet vil variere fra utarbeidede krav i dette kapitlet.

10.1 Krav til egenkapital og minoritet

Egenkapital- og minoritetskravene utarbeides ved hjelp av kapitalverdimodellen som benytter komponentene risikofri rente, markedspremie, egenkapitalbeta og illikviditetspremie. Følgelig må vi først finne fremtidsverdien til nevnte komponenter. Vi opprettholder forutsetningen fra kapittel 7 om at minoritetsbetaen er lik egenkapitalbetaen.

10.1.1 Risikofri rente

En forutsetning om at risikofri rente er tilbakevendende til gjennomsnittet innebærer at dagens lave rentenivå gradvis vil reverseres mot en normal rente i steady state. (Knivsflå, 2016m) For å finne normal rente estimerer vi en langsiktig rente basert på et historisk gjennomsnitt. I

kapittel 7 benyttet vi oss av en Nibor3M og vil dermed benytte oss av samme rentegrunnlag i utarbeidelsen av fremtidig risikofri rente.

Historisk sett er dagens rentenivå unormalt lavt. Dermed kan vi forvente at den langsiktige normale renten vil ligge høyere enn rentenivået i dag. Med utgangspunkt i prognoser forventer vi at renten vil forholde seg lav på kort sikt, men at den på mellomlang sikt vil øke. (Norges Bank, 2016d) På mellomlang sikt setter vi følgelig Nibor3M til 1,3% hvilket er noe høyere enn dagens nivå. For å beregne den normale konstante renten på lang sikt benytter vi oss av følgende formel fra rammeverket. (Knivsflå, 2016m)

$$\text{Normal rente i } T = \frac{2}{3} * \text{Gjennomsnittlig 3M Nibor} + \frac{1}{3} * \text{10årig statsobligasjonsrente i dag}$$

Basert på en historisk gjennomsnittlig Nibor3M på 4,0% og en 10-årig statsobligasjonsrente på 1,4% i november 2016 blir estimert normal renten i år 2028 3,1%. (Norges Bank, 2016b) Denne renten er lavere enn den gjennomsnittlige historiske renten på 4,0% hvilket medfører at vi predikerer at den konstante normale renten i steady state vil ligge på et historisk lavt nivå. Ved å benytte oss av et historisk lavt rentenivå får vi lave krav hvilket igjen medfører et høyere verdiesimat på egenkapitalen til NRS. Som nevnt i kapittel 7 er det markedspraksis å benytte en 10-årig statsobligasjon som risikofrirente. Dermed mener vi at det lave rentenivået kan forsvares med bakgrunn i nivået på den 10-årige statsobligasjonsrenten.

Ettersom egenkapitalkravet er ett etter-skatt krav må vi justere den risikofrie renten for skatt. I oktober la regjeringen frem forslaget om å redusere selskapsskattesatsen til 24% i 2017. (Finansdepartementet, 2016) Videre har finanskomiteen innstilt at skattesatsen bør reduseres til 23% innen 2018. Satsen kan reduseres ytterligere for å tilpasse det europeiske nivået på 20%. (Finanskomiteen, 2016) Ettersom som vi ikke har innsikt i hvordan skattesatsen vil utarte seg i fremtiden har vi følgelig valgt ett skattenivå på 23% fra og med 2018.

Tabell 10-1 presenterer utregningen av årlig fremtidig risikofri rente etter skatt. Ettersom fremtidsregnskapet baserer seg på en lineær utvikling mellom budsjettpunktene vil vi benytte samme teknikk ved utarbeidelsen av kravene slik at vi får en konsistent analyse.

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Rating	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA
Nibor3M	0,011	0,011	0,011	0,012	0,012	0,013	0,016	0,019	0,022	0,025	0,028	0,031	0,031	0,031
Kreditrisikopremie bank	-0,005	-0,005	-0,005	-0,005	-0,005	-0,005	-0,005	-0,005	-0,005	-0,005	-0,005	-0,005	-0,005	-0,005
Risikofrirente før skatt	0,006	0,006	0,006	0,007	0,007	0,008	0,011	0,014	0,017	0,020	0,023	0,026	0,026	0,026
Skattesats	0,240	0,230	0,230	0,230	0,230	0,230	0,230	0,230	0,230	0,230	0,230	0,230	0,230	0,230
Risikofrirente etter skatt	0,004	0,004	0,005	0,005	0,005	0,006	0,008	0,011	0,013	0,015	0,018	0,020	0,020	0,020

Tabell 10-1 Risikofrirente etter skatt i perioden 2017-2030

10.1.2 Markedsrisikopremie

Da beste prediksjon av markedsrisikopremien er dagens nivå vil risikopremien være konstant i fremtiden. (Knivsflå, 2016m) I kapittel 7 kom vi frem til at gjennomsnittlig markedsrisikopremie over analyseperioden var 4,7%. Damodaran fastslår at historisk gjennomsnittlig markedsrisikopremie i verdensmarkedet fra 1928-2015 har vært 4,28%, mens PwC og NFF predikerer at den fremtidige markedsrisikopremien i det norske markedet vil holde seg på dagens nivå på 5,0%. (PwC, 2015) (Damodaran, 2016)

Vi analyserer den norske oppdrettsbransjen hvilket innebærer at utviklingen i det norske markedet vil være mer relevant enn utviklingen i verdensmarkedet. Tar vi utgangspunkt i PwC sin prognose samt det gjennomsnittlige estimatet som vi har beregnet mener vi at 4,8% er en forsvarlig fremtidig markedsrisikopremie. Som nevnt forventer vi som vist i tabell 10-2 en konstant markedsrisikopremie over budsjettperioden.

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Markedsrisikopremie mrp	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048

Tabell 10-2 Markedsrisikopremien i perioden 2017-2030

10.1.3 Egenkapitalbeta

Netto driftsbeta til en virksomhet er som tidligere nevnt konstant over tid. Dette gjelder ikke for egenkapitalbetaen til virksomheten og følgelig må vi fremskrive denne i budsjettperioden. (Knivsflå, 2016m) I kapittel 7 regnet vi først ut gjennomsnittlig justert egenkapitalbeta som vi videre brukte til å beregne årlig netto driftskapitalbeta til NRS. Deretter benyttet vi formelen til netto driftskapitalbeta til å residualt finne NRS sin årlige egenkapitalbeta. Basert på den justerte egenkapitalbetaen på 0,864 fant vi at netto driftskapitalbeta var 0,529. Med bakgrunn i Miller og Modigliani sine to proposisjoner vil netto driftskapitalbeta fortsatt være konstant i budsjettperioden. Følgelig kan vi igjen finne årlig egenkapitalbeta for budsjettperioden ved å

benytte oss av netto driftsbeta lik 0,529. Årlig egenkapitalbeta for NRS i budsjettperioden er presentert i tabell 10-3.

År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Egenkapitalbeta	β_{EK}	0,580	0,610	0,657	0,675	0,694	0,714	0,735	0,753	0,773	0,793	0,814	0,837	0,859	0,859
Egenkapitalvekt	EK/NDK	0,894	0,851	0,790	0,769	0,749	0,728	0,707	0,690	0,672	0,655	0,638	0,620	0,603	0,603
Netto finansiell gjeldsbeta	β_{NFG}	0,003	-0,010	-0,014	-0,019	-0,022	-0,024	-0,026	-0,028	-0,030	-0,031	-0,033	-0,035	-0,032	-0,032
Netto finansiell gjeldsvekt	NFG/NDK	0,088	0,130	0,190	0,210	0,230	0,250	0,270	0,287	0,303	0,320	0,337	0,353	0,370	0,370
Minoritetsbeta	β_{MI}	0,580	0,610	0,657	0,675	0,694	0,714	0,735	0,753	0,773	0,793	0,814	0,837	0,859	0,859
Minoritetsvekt	MI/NDK	0,018	0,019	0,020	0,021	0,021	0,022	0,023	0,024	0,024	0,025	0,026	0,026	0,027	0,027
Netto driftskapitalbeta	β_{NDK}	0,529	0,529	0,529	0,529	0,529	0,529	0,529	0,529	0,529	0,529	0,529	0,529	0,529	0,529

Tabell 10-3 Årlig egenkapital beta til NRS i perioden 2017-2030

10.1.4 Illikviditetspremie

I kapittel 7 fastsatte vi at illikviditetspremiene var konstante for hele analyseperioden. Vi forutsetter at illikviditetspremien vil fortsette å være konstant i budsjettperioden. Følgelig vil NRS ha en illikviditetspremie knyttet til majoritet på 0% og et ekstra illikviditetskrav på 2% knyttet til minoriteten.

10.1.5 Egenkapital- og minoritetskrav

Egenkapital- og minoritetskravene kan økes ved at man legger til en eierskatt. Knivsflå mener en opptrappingsfaktor i form av utbytte og formueskatt er nødvendig da redusert selskapskatt vil føre til økt eierskatt. (Knivsflå, 2016m) Over 87% av aksjene i NRS eies av selskaper som faller under fritaksmetoden hvilket medfører at andelen eiere i NRS som tillegges eierskatt ikke er stor. (Norway Royal Salmon ASA, 2016c) Følgelig mener vi at den effektive eierskatten vil ha en marginal effekt på egenkapital- og minoritetskravet og settes dermed til null.

Basert på utregningene i foregående delkapitler kan vi presentere fremtidige egenkapital- og minoritetskrav for NRS i tabell 10-4. Som vi kan se øker både egenkapitalkravet og følgelig minoritetskravet over analyseperioden. Det skyldes trolig økningen i gjeldsdelen til selskapet hvilket igjen øker risikoen og følgelig forventer investorene en høyere avkastning.

År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Risikofirente etter skatt	rf	0,004	0,004	0,005	0,005	0,005	0,006	0,008	0,011	0,013	0,015	0,018	0,020	0,020	0,020
Egenkapitalbeta	β_{EK}	0,580	0,610	0,657	0,675	0,694	0,714	0,735	0,753	0,773	0,793	0,814	0,837	0,859	0,859
Skattesats	mrp	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048
Illikviditetspremie	ilp_{MAU}	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Egenkapitalkrav	ekk	0,032	0,033	0,036	0,037	0,038	0,040	0,043	0,047	0,050	0,053	0,057	0,060	0,061	0,061
Illikviditetspremie minoritet	ilp_{MI}	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020
Minoritetskrav	mik	0,052	0,053	0,056	0,057	0,058	0,060	0,063	0,067	0,070	0,073	0,077	0,080	0,081	0,081

Tabell 10-4 Egenkapital- og minoritetskrav til NRS i perioden 2017-2030

10.2 Finansielle krav

De finansielle kravene utarbeides med bakgrunn i formlene presentert i kapittel 7 samt de budsjetterte tallene fra kapittel 9. I utregningen av finansielt gjeld- og eiendelskrav er kreditrisikopremien en viktig komponent. Dette medfører at vi må gjennomføre en syntetisk rating for budsjettperioden før vi kan finne de finansielle kravene. (Knivsflå, 2016m)

10.2.1 Syntetisk rating

Som tidligere nevnt bygger den syntetiske ratingen på forholdstallene likviditetsgrad 1, rentedeckningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Vi benytter tallgrunlaget fra kapittel 9 til å beregne fremtidige forholdstall for NRS. Etersom likviditetsgrad 1 ser på forholdet mellom omløpsmidlene og kortsiktig gjeld har vi ikke budsjett drivere til å kunne beregne dette forholdstallet. Dermed benytter vi likviditetsgrad 1 for 2016T og fremskriver denne konstant for hele budsjettperioden. Rentedeckningsgraden, egenkapitalprosenten og netto driftsrentabiliteten utarbeides ved bruk av formlene presentert i kapittel 6. Videre forskyves ratingen for rentedeckningsgraden ett år for å unngå endogenitet. Dette medfører at rentedeckningsgraden i steady state og de to påfølgende konstante årene kan bli forskjellig. Den syntetiske ratingen for budsjettperioden til NRS er presentert i tabell 10-5.

År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Likviditetsgrad 1	$lg1$	1,81	1,81	1,81	1,81	1,81	1,81	1,81	1,81	1,81	1,81	1,81	1,81	1,81	1,81
Rating		BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Rentedekningsgrad	rdg	133,46	76,40	56,89	48,35	41,12	34,98	26,67	20,96	16,84	13,76	11,39	8,27	7,99	7,99
Rating		AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AA	AA	AA	AA	AA
Egenkapitalprosent	ekp	0,53	0,52	0,49	0,48	0,47	0,46	0,45	0,44	0,43	0,42	0,41	0,40	0,39	0,39
Rating		BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet	ndr	0,32	0,19	0,18	0,17	0,15	0,14	0,13	0,13	0,12	0,12	0,11	0,11	0,11	0,11
Rating		AAA	A	A	A	A	A	A	BBB	BBB	BBB	A	BBB	BBB	BBB
Gjennomsnittsrating		A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	BBB	BBB	BBB

Tabell 10-5 Syntetisk rating til NRS i perioden 2017-2030

Som vi kan lese ut ifra tabellen ligger ratingen til NRS i starten av budsjettperioden på A før den synker mot slutten av budsjettperioden i forbindelse med at gjeldsgraden i virksomheten øker. Dette stemmer overens med stigningen i egenkapitalkravet, risikoen i selskapet øker og følgelig får NRS en dårligere ratingkarakter. Dette innebærer at vi i budsjettperioden vil benytte oss av en langsiktig kredittrisikopremie på 1,0% (A-rating) frem til år 2028 og i de påfølgende årene benytte en kredittrisikopremie på 1,4% (BBB-rating).

10.2.2 Finansielt gjeldskrav

Tabell 10-6 presenterer finansielt gjeldskrav til NRS over budsjettperioden. Det finansielle kravet tar utgangspunkt i risikofri rente etter skatt og kredittrisikopremien som vi har fastsatt tidligere i kapitlet.

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Risikofrirente etter skatt rf	0,004	0,004	0,005	0,005	0,005	0,006	0,008	0,011	0,013	0,015	0,018	0,020	0,020	0,020
Kredittrisikopremie krp_t	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,014	0,014	0,014
Finansielt gjeldskrav fgk	0,014	0,014	0,015	0,015	0,015	0,016	0,018	0,021	0,023	0,025	0,028	0,034	0,034	0,034

Tabell 10-6 Finansielt gjeldskrav til NRS i perioden 2017-2030

Som vi kan lese ut ifra tabellen øker kravet over perioden som følge av økningen i risikofri rente samt oppgangen i kredittrisikopremien som følge av redusert karakter. Selv om kravet øker må det anses som unormalt lavt. Gjennomsnittlig krav over analyseperioden lå på over 2%, mens gjeldsrentene i selskapet hadde et snitt på rundt 4%. Basert på prediksjonen i tabell 10-16 vil ikke gjeldskravet overstige 2% før i 2024. Kravsnivået må anses som urimelig da vi kan forvente at risikoen i selskapet vil øke som følge av predikert reduksjon i lakseprisene samt økningen i selskapets gjeld.

10.2.3 Finansielt eiendelskrav

Fremtidsregnskapet til NRS spesifisere ikke de finansielle eiendelene og følgelig vet vi ikke forholdet mellom kontanter, investeringer og fordringer som vi benytter til å beregne eiendelskravet. Dermed setter vi steady state lik bransjegjennomsnittet for de ulike vektene og beregner en lineær utvikling fra 2016T. Formler til øvrige krav som benyttes i tabellen er presentert i kapittel 7.

År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Kontantkrav	kk	0,004	0,004	0,005	0,005	0,005	0,006	0,008	0,011	0,013	0,015	0,018	0,020	0,020	0,020
Kontantvekt	KON/FE	0,883	0,876	0,869	0,862	0,855	0,848	0,841	0,834	0,827	0,820	0,813	0,799	0,799	0,799
Fordringskrav	fk	0,014	0,014	0,015	0,015	0,015	0,016	0,018	0,021	0,023	0,025	0,028	0,030	0,030	0,030
Fordringsvekt	FOR/FE	0,115	0,108	0,100	0,093	0,086	0,078	0,071	0,064	0,056	0,049	0,041	0,027	0,027	0,027
Investeringskrav	ik	0,052	0,052	0,052	0,053	0,053	0,053	0,056	0,058	0,061	0,063	0,066	0,068	0,068	0,068
Investeringsvekt	INV/FE	0,002	0,017	0,031	0,045	0,059	0,074	0,088	0,102	0,117	0,131	0,145	0,174	0,174	0,174
Finansielt eiendelskrav	fek	0,005	0,006	0,007	0,008	0,009	0,010	0,013	0,016	0,019	0,022	0,025	0,029	0,029	0,029

Tabell 10-7 Finansielt eiendelskrav til NRS i perioden 2017-2030

Over budsjettperioden øker finansielt eiendelskrav som vi kan se i tabell 10-7. Årsaken til dette er at vi benytter oss av gjennomsnittlige bransjevekter på lang sikt. I år 2016T består de finansielle eiendelene til NRS i hovedsak av kontanter og fordringer. Det er knyttet et lavt avkastningskrav til disse finansielle eiendelene og følgelig har virksomheten ett lavt finansielt eiendelskrav. I steady state har derimot de finansielle eiendelene til NRS fått en annen sammensetning. Kontanter utgjør fortsatt hoveddelen, men andelen fordringer er redusert med over 10% over budsjettperioden og følgelig har andelen investeringer økt med over 10%. Det er et høyere krav knyttet til investeringer og følgelig blir NRS sitt egenkapitalkrav høyere.

10.2.4 Netto finansielt gjeldskrav

Netto finansielt gjeldskrav utarbeides ved å vekte utarbeidet finansielt gjelds- og eiendelskrav. Utregningen av netto finansielt gjeldskrav til NRS over budsjettperioden samt resultatet er presentert i tabell 10-8.

År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Finansielt eiendelskrav	fek	0,005	0,006	0,007	0,008	0,009	0,010	0,013	0,016	0,019	0,022	0,025	0,029	0,029	0,029
Finansiell eiendelsvekt	FE/NFG	1,755	0,923	0,579	0,500	0,435	0,380	0,333	0,308	0,286	0,266	0,248	0,231	0,216	0,216
Finansielt gjeldskrav	fgk	0,014	0,014	0,015	0,015	0,015	0,016	0,018	0,021	0,023	0,025	0,028	0,034	0,034	0,034
Finansiell gjeldsvekt	FG/NFG	2,755	1,923	1,579	1,500	1,435	1,380	1,333	1,308	1,286	1,266	1,248	1,231	1,216	1,216
Netto finansielt gjeldskrav	nfgk	0,029	0,022	0,019	0,018	0,018	0,018	0,020	0,022	0,024	0,026	0,028	0,035	0,035	0,035

Tabell 10-8 Netto finansielt gjeldskrav til NRS i perioden 2017-2030

Netto finansielt gjeldskrav øker over analyseperioden og ender på 3,5% i steady state. Hovedårsaken til endringen i kravet er økningen i selskapets finansiell gjeld samt endringene i gjeldskravet over budsjettperioden. Som nevnt i delkapittel 10.2.2 er det mye som tyder på at det finansielle kravet er unormalt lavt og følgelig eksisterer det en risiko for at også netto finansielt gjeldskrav er underestimert.

10.2.5 Finansiell gjeldsbeta, finansielle eiendelsbeta og netto finansiell gjeldsbeta

Med utgangspunkt i NRS sine fremtidige finansielle gjelds- og eiendelskrav samt netto finansielt gjeldskrav kan vi beregne tilhørende betaer over budsjettperioden. For å beregne virksomhetens finansielle gjeldsbeta benytter vi oss av samme forutsetninger som i kapittel 7. Følgelig anvender vi samme konstante markedsrisikodel i budsjettperioden som i analyseperioden. Årlig finansiell gjeldsbeta er presentert i tabell 10-9.

År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Kreditrisikopremie	β_{kPL}	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,014	0,014	0,014
Markedsrisikodel FG	mrd	0,022	0,022	0,022	0,022	0,022	0,022	0,022	0,022	0,022	0,022	0,022	0,022	0,022	0,022
Markedsrisikopremie	mrp	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048
Finansiell gjeldsbeta	β_{FG}	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,006	0,006	0,006

Tabell 10-9 Finansiell gjeldsbeta til NRS i perioden 2017-2030

For å kunne beregne årlig fremtidig finansiell eiendelsbeta må vi først beregne fremtidig fordringsbeta. Som presentert i kapittel 7 regnes betaen ut ved bruk av kreditrisikopremien, markedsrisikodelen og markedsrisikopremien. Etersom alle tre komponentene er konstante over budsjettperioden vil følgelig fordringsbetaen også være konstant. Videre benytter vi oss av samme forutsetninger som i kapittel 7 for kreditrisikopremien. Utviklingen av finansiell eiendelsbeta til NRS over budsjettperioden er presentert i tabell 10-10.

År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Kontantbeta	β_{KON}	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Kontantvekt	KON/FE	0,883	0,876	0,869	0,862	0,855	0,848	0,841	0,834	0,827	0,820	0,813	0,799	0,799	0,799
Fordringsbeta	β_{FOR}	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
Fordringsvekt	KON/FE	0,115	0,108	0,100	0,093	0,086	0,078	0,071	0,064	0,056	0,049	0,041	0,027	0,027	0,027
Investeringsbeta	β_{INV}	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Investeringsvekt	INV/FE	0,002	0,017	0,031	0,045	0,059	0,074	0,088	0,102	0,117	0,131	0,145	0,174	0,174	0,174
Finansiell eiendelsbeta	β_{FE}	0,003	0,017	0,031	0,046	0,060	0,074	0,088	0,103	0,117	0,131	0,145	0,174	0,174	0,174

Tabell 10-10 Finansiell gjeldsbeta til NRS i perioden 2017-2030

Til slutt benytter vi finansiell gjeldsbeta og eiendelsbeta til å beregne netto finansiell gjeldsbeta til NRS over budsjettperioden. Utrengningen er presentert i tabell 10-11.

År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Finansiell gjeldsbeta	β_{FG}	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,006	0,006	0,006
Finansiell gjeldsvekt	FG/NFG	2,755	1,923	1,579	1,500	1,435	1,380	1,333	1,308	1,286	1,266	1,248	1,231	1,216	1,216
Finansiell eiendelsbeta	β_{FE}	0,003	0,017	0,031	0,046	0,060	0,074	0,088	0,103	0,117	0,131	0,145	0,174	0,174	0,174
Finansiell eiendelsvekt	FE/NFG	1,755	0,923	0,579	0,500	0,435	0,380	0,333	0,308	0,286	0,266	0,248	0,231	0,216	0,216
Netto finansiell gjeldsbeta	β_{NFG}	0,008	-0,007	-0,011	-0,016	-0,019	-0,022	-0,023	-0,026	-0,027	-0,029	-0,030	-0,032	-0,030	-0,030

Tabell 10-11 Netto finansiell gjeldsbeta til NRS i perioden 2017-2030

10.3 Selskapskrav

For å beregne selskapskapitalen til NRS benytter vi oss som tidligere nevnt av sysselsatt kapital og netto driftskrav. Kravet til selskapskapitalen beregnes følgelig ved å vekte kravene til de som finansierer selskapet. Det første fremtidskravet vi skal utarbeide er sysselsatt kapitalkrav som er presentert i tabell 10-12. Dette er utarbeidet ved å vekte avkastningskravet til egenkapitalen, minoritetsinteressene og finansiell gjeld. Som vi ser øker dette over budsjettperioden og ender på 5,0% i steady state.

År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Egenkapitalkrav	ekk	0,032	0,033	0,036	0,037	0,038	0,040	0,043	0,046	0,050	0,053	0,057	0,060	0,061	0,061
Egenkapitalvekt	EK/SSK	0,775	0,760	0,712	0,696	0,681	0,665	0,649	0,634	0,619	0,604	0,589	0,574	0,558	0,558
Minoritetskrav	mik	0,052	0,053	0,056	0,057	0,058	0,060	0,063	0,066	0,070	0,073	0,077	0,080	0,081	0,081
Minoritetsinteressevekt	MI/SSK	0,015	0,017	0,018	0,019	0,019	0,020	0,021	0,022	0,022	0,023	0,024	0,024	0,025	0,025
Finansiell gjeldskrav	fgk	0,014	0,014	0,015	0,015	0,015	0,016	0,018	0,021	0,023	0,025	0,028	0,034	0,034	0,034
Finansiell gjeldsvekt	FG/SSK	0,210	0,223	0,270	0,285	0,300	0,315	0,330	0,345	0,359	0,373	0,388	0,402	0,417	0,417
Sysselsatt kapitalkrav	skk	0,028	0,029	0,030	0,031	0,032	0,033	0,035	0,038	0,041	0,043	0,046	0,050	0,050	0,050

Tabell 10-12 Sysselsatt kapitalkrav til NRS i perioden 2017-2030

Kravet til netto driftskapital beregnes gjennom å vekte avkastningskravet til egenkapitalen, minoritetsinteressene og netto finansiell gjeld. Fremtidskravene til NRS er presentert i tabell 10-13. I likhet med sysselsatt kapitalkrav øker netto driftskrav over budsjettperioden og ender i et konstant krav på 5,2% i steady state.

År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Egenkapitalkrav	ekk	0,032	0,033	0,036	0,037	0,038	0,040	0,043	0,046	0,050	0,053	0,057	0,060	0,061	0,061
Egenkapitalvekt	EK/NDK	0,894	0,851	0,790	0,769	0,749	0,728	0,707	0,690	0,672	0,655	0,638	0,620	0,603	0,603
Minoritetskrav	mik	0,052	0,053	0,056	0,057	0,058	0,060	0,063	0,066	0,070	0,073	0,077	0,080	0,081	0,081
Minoritetsvekt	MI/NDK	0,018	0,019	0,020	0,021	0,021	0,022	0,023	0,024	0,024	0,025	0,026	0,026	0,027	0,027
Netto finansiell gjeldskrav	nfgk	0,029	0,022	0,019	0,018	0,018	0,018	0,020	0,022	0,024	0,026	0,028	0,035	0,035	0,035
Netto finansiell gjeldsvekt	NFG/NDK	0,088	0,130	0,190	0,210	0,230	0,250	0,270	0,287	0,303	0,320	0,337	0,353	0,370	0,370
Netto driftskrav	ndk	0,032	0,032	0,033	0,034	0,034	0,035	0,037	0,040	0,042	0,045	0,048	0,052	0,052	0,052

Tabell 10-13 Netto driftskrav til NRS i perioden 2017-2030

Igjen får vi unormalt lave krav grunnet et lavt finansielt gjeldskrav hvilket kan tyde på at netto driftskrav og sysselsatt kapitalkrav er underestimert. Ettersom vi i kapittel 11 skal beregne verdien av selskapet basert på disse kravene kan vi forvente at vi vil få overvurderte verdier på egenkapitalen. Ved å oppdatere kravene basert på verdivekter kan vi oppjustere eventuelle underestimerte selskapskrav og følgelig redusere risikoen for feil i det endelige verdiesimatet. Dette vil vi komme tilbake til i kapittel 11. Basert på utgreiningene i kapittelet kan vi nå presentere alle fremtidskravene til NRS i tabell 10-14.

Fremtidskrav	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
ndk	0,032	0,032	0,033	0,034	0,034	0,035	0,037	0,040	0,042	0,045	0,048	0,052	0,052	0,052
skk	0,028	0,029	0,030	0,031	0,032	0,033	0,035	0,038	0,041	0,043	0,046	0,050	0,050	0,050
ekk	0,032	0,033	0,036	0,037	0,038	0,040	0,043	0,046	0,050	0,053	0,057	0,060	0,061	0,061
mik	0,052	0,053	0,056	0,057	0,058	0,060	0,063	0,066	0,070	0,073	0,077	0,080	0,081	0,081
fgk	0,014	0,014	0,015	0,015	0,015	0,016	0,018	0,021	0,023	0,025	0,028	0,034	0,034	0,034
fek	0,005	0,006	0,007	0,008	0,009	0,010	0,013	0,016	0,019	0,022	0,025	0,029	0,029	0,029
nfgk	0,029	0,022	0,019	0,018	0,018	0,018	0,020	0,022	0,024	0,026	0,028	0,035	0,035	0,035

Tabell 10-14 Oppsummering fremtidskrav til NRS i perioden 2017-2030

10.4 Strategisk fordel

Ved å benytte kravene beregnet i dette kapittelet samt fremtidsregnskapet fra kapittel 9 kan vi analysere den fremtidige strategiske fordel til NRS. Nullhypotesen er at en virksomhet ikke vil besitte en varig strategisk fordel og at en eventuell kortsiktig strategisk fordel vil reverseres mot likevekt i løpet av budsjettperioden. Med utgangspunkt i en slik hypotese vil vi forvente at konkurransen over tid presser egenkapitalrentabiliteten ned mot avkastningskravet. Har derimot virksomheten en varig strategisk fordel gjennom for eksempel effektiv utestengning av nyetableringer kan virksomheten ha en varig superrentabilitet. (Knivsflå, 2016m) Dette innebærer at vi må analysere om NRS har en egenkapitalrentabilitet høyere enn kravet og følgelig en varig strategisk fordel. For å beregne den strategiske fordel til NRS dekomponerer vi i henhold til teori presentert i kapittel 8. Resultatet fra dekomponeringen er presentert i tabell 10-15.

År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftsrentabilitet	<i>ndr</i>	0,323	0,193	0,179	0,166	0,153	0,141	0,135	0,129	0,123	0,117	0,112	0,106	0,106	0,106
Netto driftskrav	<i>ndk</i>	0,032	0,032	0,033	0,034	0,034	0,035	0,037	0,040	0,042	0,045	0,048	0,052	0,052	0,052
Ren driftsfordel	<i>RDF</i>	0,291	0,160	0,146	0,132	0,119	0,106	0,097	0,089	0,080	0,072	0,064	0,054	0,054	0,054
Gearingfordel drift	<i>GFD</i>	0,034	0,028	0,039	0,040	0,040	0,040	0,040	0,040	0,039	0,038	0,036	0,033	0,036	0,036
Driftsfordel	<i>DF</i>	0,325	0,188	0,185	0,172	0,159	0,146	0,138	0,129	0,120	0,110	0,100	0,087	0,090	0,090
Finansieringsfordel	<i>FF</i>	-0,003	-0,003	-0,003	-0,003	-0,003	-0,002	-0,002	-0,002	-0,001	-0,001	-0,001	0,000	0,000	0,000
Strategisk fordel	<i>SFD</i>	0,322	0,186	0,182	0,169	0,156	0,143	0,135	0,127	0,118	0,109	0,100	0,087	0,090	0,090

Tabell 10-15 Dekomponering strategisk fordel til NRS i perioden 2017-2030

Av tabellen kan vi lese at NRS har en varig strategisk fordel på 9% i steady state som oppstår grunnet en strategisk driftsfordel på 5,6%. Som vi diskuterte i kapittel 8 kan vi ikke legge for stor vekt på driftsfordelene da disse oppstår som følge av selskapets omløpsnivå som ikke er representativt for bransjen. Gearingfordelen er videre en skalering av den strategiske driftsfordelen og vil i så måte være positiv dersom selskapet besitter en ren driftsfordel. Dette medfører at vi ikke velger å analysere disse fordelene videre ettersom vi mener at dette er overvurderte fordeler som oppstår grunnet ulikheter i driftsstruktur.

ÅR	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Egenkapitalrentabilitet ekr	0,354	0,219	0,217	0,206	0,194	0,183	0,179	0,173	0,168	0,162	0,156	0,148	0,151	0,151
Egenkapitalkrav ekk	0,032	0,033	0,036	0,037	0,038	0,040	0,043	0,046	0,050	0,053	0,057	0,060	0,061	0,061
Strategisk fordel SF	0,322	0,186	0,182	0,169	0,156	0,143	0,135	0,127	0,118	0,109	0,100	0,087	0,090	0,090

Tabell 10-16 Strategisk fordel til NRS i perioden 2017-2030

Det som derimot er interessant for investorene og følgelig viktig for vår oppgave er virksomhetens mulighet til å genere en egenkapitalrentabilitet over kravet i fremtiden. Som vi kan se i tabell 10-16 har NRS en avtakende, men positiv egenkapitalrentabilitetsfordel over hele budsjettperioden. Ettersom hovedaktiviteten til NRS er kjøp og salg av laks vil hovedkilden til denne strategiske fordelene være en superrentabilitet i bransjen da vi i kapittel 4 kom frem til at virksomheten ikke besitter noen ressurser som gir selskapet en varig superrentabilitet. Vi har ikke utarbeidet fremtidsregnskap for bransjen og følgelig har vi ikke mulighet til å begrene hva bransjefordelen vil være over budsjettperioden. Likevel mener vi at dersom selskapet har superrentabilitet på 9,0% må denne stamme fra en bransjefordel. Det kan også diskuteres om den fremtidige fordelene er overvurdert. Vi mener likevel at det kan eksistere en superrentabilitet i bransjen tatt i betraktning blant annet inngangsbarrierene. Det er ikke noe som tilsier at barrierene skal reduseres med det først og følgelig kan dagenes fordel i bransjen opprettholdes i fremtiden. Det er flere forhold som vi diskuterte i kapittel 4 som taler for at oppdrettsbransjen har gode år fremfor seg så lenge de klarer å finne en løsning på problemene knyttet til lus og rømning.

11. Fundamental verdsettelse

Basert på utarbeidelser og beregninger foretatt i foregående kapitler kan vi nå estimere det fundamentale verdiestimatet til NRS. Fundamental verdivurderingsteknikk tar utgangspunkt i fremtidsverdien til selskapet og diskonterer verdien med et risikojustert krav. (Knivsflå, 2016n) Det er viktig å presiser at målet med denne verdivurderingen er å finne vårt verdiestimat på NRS ikke verdiestimatet til aksjemarkedet. Verdiestimatet som fremkommer i dette kapitlet bygger på vår analyse og våre forutsetninger hvilket medfører at estimatet kan avvike fra børskursen. Vi ønsker å finne ”fair value”, altså verdien til selskapet basert på markedets konsensusverdi. Ved å utarbeide et eget verdiestimat kan vi vurdere om virksomheten er under eller overpriset i aksjemarkedet og følgelig gi en kjøp-, hold- eller salg-anbefaling. Handlingsstrategien for NRS vil bli presentert i kapittel 13.

Utarbeidelsen av virksomhetens fundamentale verdiestimat består av flere prosesser. Det første vi gjør er å estimere verdien på egenkapitalen til virksomheten. Estimatet kan beregnes ved hjelp av en direkte og en indirekte metode. Egenkapitalmetoden verdsetter strømmen til egenkapitalen direkte, mens selskapskapitalmetoden verdsetter egenkapitalen indirekte gjennom å verdsette strømmen av verdier til selskapet. Begge metodene skal gi samme verdiestimat dersom kravene er vektet riktig ved bruk av verdivekter og ikke budsjetterte vekter. For å omdanne de budsjetterte vektene fra kapittel 9 til verdivekter gjennomfører vi en konvergeringsprosess. Deretter finner vi et felles fundamentalt verdiestimat på egenkapitalen til NRS basert på de konvergente vektene. Avslutningsvis benytter vi analyseprogrammet Crystal Ball til å analysere usikkerheten i det fundamentale verdiestimat. (Knivsflå, 2016n)

11.1 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden verdsetter egenkapitalen direkte ved å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer. Verdien til egenkapitalen kan beregnes ved hjelp av fire ulike modeller: utbytte-, fri kontantstrøm-, superprofitt- og superprofittvekstmodellen. Innenfor egenkapitalmetoden skal alle fire modeller gi samme verdiestimat ved konsistent bruk. (Knivsflå, 2016n) Vi vil i de påfølgende delkapitlene presentere de ulike modellene og tilhørende formler som vi skal benytte i utregningen av første verdiestimat.

11.1.1 Utbyttemodellen

Utbyttemodellen kan betegnes som grunnmodellen i egenkapitalmetoden. Denne modellen beregner verdien av egenkapitalen i dag ved å neddiskontere forventet fremtidig utbytte med virksomhetens egenkapitalkrav. I terminalleddet er egenkapitalveksten lik veksten i verdensøkonomien på 4,0%. Under forutsetningen om konstant vekst i steady state kan vi benytte Gordons vekstmodell til å beregne virksomhetens horisontverdi. Ettersom netto betalt utbytte er budsjettert som fri kontantstrøm til egenkapitalen i budsjettperioden er denne modellen lik fri kontantstrømmodellen som vi skal presentere i påfølgende delkapittel. (Knivsflå, 2016n)

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{NBU_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{NBU_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekv - ekk)}$$

VEK = verdien til egenkapitalen, NBU = netto betalt utbytte, ekk = egenkapitalkrav, ekv = egenkapitalvekst

11.1.2 Fri kontantstrømmodellen

Fri kontantstrømmodellen beregner nåverdien av virksomhetens egenkapital ved å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer til egenkapitalen med selskapets avkastningskrav. Forutsetningene knyttet til terminalleddet som ble presentert i foregående delkapittel gjelder også for denne modellen. (Knivsflå, 2016n)

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{FKE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekv - ekk)}$$

VEK = verdien til egenkapitalen, FKE = frikontantstrøm til egenkapitalen, ekk = egenkapitalkrav, ekv = egenkapitalvekst

11.1.3 Superprofittmodellen

Ved bruk av superprofittmodellen finner vi verdien av egenkapitalen ved å addere egenkapitalen i dag med neddiskontert superprofitt til egenkapitalen. Forutsetningen knyttet til konstant vekst i terminalleddet er også gjeldene for denne modellen. (Knivsflå, 2016n)

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{SPE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekv - ekk)}$$

VEK = verdien til egenkapitalen, EK = egenkapital, SPE = superprofitt til EK, ekk = egenkapitalkrav, ekv = egenkapitalvekst

11.1.4 Superprofittvekstmodellen

Siste modell i egenkapitalmetoden er superprofittvekstmodellen. Denne modellen tar utgangspunkt i superprofittveksten til egenkapitalen og neddiskonterer denne med selskapets avkastningskrav. For å finne nåverdien av egenkapitalen adderes den neddiskonterte kontantstrømmen med den kapitaliserte verdien av neste års nettoresultat og nåverdien av fremtidig vekst. I modellen er fremtidig vekst definert som justert superprofittvekst hvilket innebærer at veksten kun gir verdi dersom den er lønnsom og følgelig medfører økt superprofitt. (Knivsflå, 2016n)

$$VEK_0 = \frac{NRE_1}{ek k_1} + \frac{1}{ek k_1} * \sum_{t=1}^T \frac{\Delta SPE_t}{(1 + ek k_1) * \dots * (1 + ek k_{t-1})} + \frac{\Delta SPE_{T+2}}{(1 + ek k_1) * \dots * (1 + ek k_T) * (ek k - ek v)}$$

VEK = verdien til egenkapitalen, NRE = netto resultat til EK,

ΔSPE = superprofittvekst til EK, ek k = egenkapitalkrav, ek v = egenkapitalvekst

11.2 Selskapskapitalmetoden

Selskapskapitalmetoden er som tidligere nevnt en indirekte metode. Verdien til egenkapitalen utarbeides ved å finne selskapsverdien og deretter trekke fra verdien av gjeld og minoritetsinteresser. Selskapskapitalmetoden består av to metoder, sysselsatt kapitalmetoden og netto driftskapitalmetoden. Verdien av sysselsatt kapital, netto driftskapital og minoritetsinteresser kan utarbeides ved hjelp av de fire modellene i egenkapitalmetoden. For å få riktig verdi må avkastningskravet til egenkapitalen skiftes ut med netto driftskrav eller sysselsatt kapitalkrav. (Knivsflå, 2016n)

11.2.1 Sysselsatt kapitalmetoden

Ved bruk av sysselsatt kapitalmetoden beregnes nåverdien av egenkapitalen ved å trekke verdien av finansiell gjeld og minoritetsinteressene fra verdien av sysselsatt kapital. I denne modellen benyttes sysselsatt kapitalkrav som nediskonteringsfaktor. Som tidligere nevnt forutsetter vi at finansiell gjeldsrente er lik gjeldskravet hvilket medfører at verdien av gjeld i år null vil være lik den balanseførte verdien. Minoritetsverdien beregnes på samme måte som sysselsatt kapitalverdien, altså ved bruk av en av modellene fra egenkapitalmetoden. (Knivsflå, 2016o)

$$VEK_0 = VSSK_0 - VFG_0 - VMI_0$$

*VEK = verdien til egenkapitalen, VSSK = verdien til sysselsatt kapital
VNG = verdien til finansiell gjeld, VMI = verdien til minoritetsinteressene*

11.2.2 Netto driftskapitalmetoden

Til slutt har vi netto driftskapitalmetoden som utarbeider verdiestimatet ved å trekke verdien av netto finansiell gjeld og verdien av minoritetsinteressene fra verdien av netto driftskapital. Ved bruk av denne metoden benyttes netto drivskrav som diskonteringsfaktor og vi forutsetter igjen at det ikke eksisterer en finansieringsfordel. Følgelig vil netto finansiell gjeldsrente være lik netto finansielt gjeldskrav og netto finansiell gjeld i år null vil være lik den balanseførte verdien. Verdien til netto driftskapital og minoritetsinteressen beregnes ved hjelp av en av modellene fra egenkapitalmetoden. (Knivsflå, 2016o)

$$VEK_0 = VNDK_0 - VNFG_0 - VMI_0$$

*VEK = verdien til egenkapitalen, VNDK = verdien til netto driftskapital
VNFG = verdien til netto finansiell gjeld, VMI = verdien til minoritetsinteressene*

11.3 Første verdiestimat ved bruk av budsjetterte vekter

Ved hjelp av presenterte metoder og modeller kan vi nå beregne det første verdiestimatet til NRS. Dette verdiestimatet bygger på budsjetterte vekter og vil følgelig ikke være det endelige estimatet. I de påfølgende tabellene har vi presentert resultatet fra de tre metodene. Som vi ser gir de ulike metodene forskjellige verdiestimat hvilket innebærer at vi må gjennomføre en konvergeringsprosess for å utarbeide et felles estimat. Videre kan vi også se at alle modellene innenfor hver metode gir samme estimat hvilket tyder på konsistent bruk.

Vi kan lese ut ifra tabellene at horisontverdien utgjør størsteparten av verdiestimatet til NRS. Følgelig øker også usikkerheten knyttet til estimatet da det er stor usikkerhet rundt budsjettdriverne i horisontverdien. Dermed er det urovekkende at horisontverdien utgjør over 60% av verdiestimatet uansett bruk av metode og modell. Den største usikkerheten er knyttet til verdiestimatet ved bruk av netto driftskapitalmetoden da horisontverdien utgjør over 75% av verdiestimatet uansett bruk av modell. Dette viser igjen en svakhet ved rammeverket.

NBU-/FKE-modellen	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	
År	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
NBU/FKE		335 126	387 492	306 308	288 851	270 882	248 452	213 267	187 700	165 252	144 833	125 441	158 928	130 180	135 387	
/Diskonteringsfaktor		1,026	1,054	1,086	1,119	1,155	1,193	1,237	1,286	1,341	1,402	1,471	1,548	1,631	1,717	
Nåverdi av FKE 1 til T+1	2 489 628	326 556	367 472	282 098	258 062	234 506	208 184	172 428	145 988	123 267	103 295	85 276	102 658	79 837	78 832	
Nåverdi av horisontverdi T+2	6 264 329															
VEK	8 753 957															
SPE-modellen	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	
År	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
Balanseført EK	1 238 354															
SPE		406 056	256 748	234 276	212 342	190 615	169 337	154 935	143 290	133 811	126 014	119 481	110 627	114 602	119 186	
/Diskonteringsfaktor		1,026	1,054	1,086	1,119	1,155	1,193	1,237	1,286	1,341	1,402	1,471	1,548	1,631	1,717	
Nåverdi av SPE 1 til T+1	2 000 897	395 672	243 483	215 760	189 708	165 019	141 891	125 266	111 447	99 814	89 873	81 224	71 458	70 283	69 399	
Nåverdi av horisontverdi T+2	5 514 705															
VEK	8 753 957															
Endring SPE-modellen	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	T+3
År	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Nettoreultat i år 1		438 558														
Kapitalisert verdi	16 709 791															
Superprofittvekst til EK	-	-	-149 625	-23 262	-22 881	-22 787	-22 413	-15 918	-13 474	-11 589	-10 164	-9 139	-11 607	1 037	1 528	1 589
/Diskonteringsfaktor			1,026	1,054	1,086	1,119	1,155	1,193	1,237	1,286	1,341	1,402	1,471	1,548	1,631	1,717
Nåverdi av endring SPE 1 til T+1	-282 322	-	-145 799	-22 060	-21 073	-20 358	-19 403	-13 338	-10 894	-9 014	-7 582	-6 518	-7 890	670	937	925
Kapitalisert verdi	-10 756 933															
Horisontverdi	73 516															
Kapitalisert verdi	2 801 099															
VEK	8 753 957															
VEK egenkapitalmetoden	8 753 957															

Tabell 11-1 Første verdiestimat til NRS ved bruk av egenkapitalmetoden

FKD	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	
År	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
Fri kontantstrøm fra drift		254 778	300 542	285 349	269 724	253 840	231 985	195 734	162 791	131 506	100 285	67 461	124 036	128 997	134 157	
/Diskonteringsfaktor		1,027	1,055	1,084	1,115	1,148	1,182	1,220	1,263	1,310	1,363	1,421	1,488	1,558	1,632	
Nåverdi av endring SPE 1 til T+1	2 132 207	248 111	284 947	263 159	241 823	221 122	196 237	160 380	128 883	100 349	73 575	47 468	83 362	82 791	82 224	
Horisontverdi T+2	12 003 797															
Verdi av NDK	14 136 004															
-Netto finansiell gjeld	-121 752															
-Verdi minoritet	-55 229															
VEK	13 959 024															
SPD-modellen	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	
År	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
Balanseført NDK	1 384 487															
SPD		409 805	260 747	238 108	215 937	193 938	172 353	157 551	145 522	135 652	127 434	120 425	111 005	115 016	119 617	
/Diskonteringsfaktor		1,027	1,055	1,084	1,115	1,148	1,182	1,220	1,263	1,310	1,363	1,421	1,488	1,558	1,632	
Nåverdi av SPE 1 til T+1	2 048 694	399 082	247 217	219 591	193 600	168 941	145 794	129 093	115 211	103 513	93 493	84 735	74 604	73 818	73 312	
Nåverdi av horisontverdi T+2	10 702 823															
Verdi av NDK	14 136 004															
-Netto finansiell gjeld	-121 752															
-Verdi minoritet	-55 229															
VEK	13 959 024															
Endring SPD-modellen	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	T+3
År	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Nettoreultat fra NDE i år 1		447 007														
Kapitalisert verdi	16 635 516															
Superprofittvekst til NDK			-149 123	-22 914	-22 542	-22 441	-22 074	-15 642	-13 164	-11 263	-9 838	-8 834	-11 550	1 782	2 282	2 373
/Diskonteringsfaktor			1,027	1,055	1,084	1,115	1,148	1,182	1,220	1,263	1,310	1,363	1,421	1,488	1,558	1,632
Nåverdi av endring SPE 2 til T+2	-279 473		-145 221	-21 725	-20 789	-20 120	-19 229	-13 232	-10 786	-8 917	-7 507	-6 481	-8 127	1 198	1 464	1 454
Kapitalisert verdi	-10 400 684															
Horisontverdi T+3	212 310															
Kapitalisert verdi horisont	7 901 172															
-Netto finansiell gjeld	-121 752															
-Verdi minoritet	-55 229															
VEK	13 959 024															
VEK NDK metoden	13 959 024															

Tabell 11-2 Første verdiestimat til NRS ved bruk av netto driftskapitalmetoden

FKS-modellen	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	
År	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
Fri kontantstrøm SSK		280 383	317 114	294 769	279 797	264 434	242 437	199 079	164 376	131 361	98 358	63 613	125 558	127 238	132 328	
/Diskonteringsfaktor		1,028	1,058	1,091	1,125	1,160	1,198	1,241	1,288	1,340	1,398	1,462	1,536	1,613	1,694	
Nåverdi av endring SPE 1 til T+1	2 182 171	272 671	299 616	270 276	248 794	227 866	202 312	160 461	127 643	98 024	70 354	43 504	81 766	78 884	78 103	
Horisontverdi T+2	7 888 288															
Verdi av NDK	10 070 460															
-Finansiell gjeld	-335 436															
-Verdi minoritet	-55 229															
VEK	9 679 795															
SPS-modellen	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	
År	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
Balansført SSK	1 598 171															
SPS		402 936	252 923	230 270	208 114	186 157	164 642	149 906	137 819	127 766	119 232	111 759	101 706	105 345	109 559	
/Diskonteringsfaktor		1,028	1,058	1,091	1,125	1,160	1,198	1,241	1,288	1,340	1,398	1,462	1,536	1,613	1,694	
Nåverdi av SPS 1 til T+1	1 941 265	391 854	238 967	211 136	185 053	160 413	137 393	120 827	107 021	95 342	85 284	76 431	66 233	65 311	64 665	
Nåverdi av horisontverdi T+2	6 531 023															
Verdi av NDK	10 070 460															
-Finansiell gjeld	-335 436															
-Verdi minoritet	-55 229															
VEK	9 679 795															
Endring SPS-modellen	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	T+3
År	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Nettoreultat fra SSK i år 1		448 133														
Kapitalisert verdi	15 845 737															
Superprofittvekst til EK			-150 261	-23 137	-22 739	-22 608	-22 205	-15 757	-13 373	-11 568	-10 246	-9 355	-12 173	1 421	1 907	1 983
/Diskonteringsfaktor			1,028	1,058	1,091	1,125	1,160	1,198	1,241	1,288	1,340	1,398	1,462	1,536	1,613	1,694
Nåverdi av endring SPS 1 til T+1	-281 541	-146 128	-21 860	-20 850	-20 103	-19 135	-13 149	-10 779	-8 983	-7 646	-6 692	-8 325	926	1 182	1 170	
Kapitalisert verdi	-9 955 125															
Horisontverdi	118 210															
Kapitalisert verdi	4 179 848															
Verdi av SSK	10 070 460															
-Finansiell gjeld	-335 436															
-Verdi minoritet	-55 229															
VEK	9 679 795															
VEK NDK metoden	9 679 795															

Tabell 11-3 Første verdierestimert ved bruk av sysselsatt kapitalmetoden

11.3.1 Oppsummering første verdierestimert

Vi har oppsummert resultatene fra første verdierestimert i tabell 11-4. Som vi ser er det stor forskjell i verdierestimertene og ved bruk av NDK-metoden får vi et estimert som er over 50% større enn verdien funnet ved bruk av EK-metoden. I kapittel 7 og 10 diskuterte vi risikoen for at netto driftskravet var underestimert som følge av estimert finansielt gjeldskrav. Basert på første verdierestimert er det mye som tyder på at denne antagelsen stemmer. Det gjennomsnittlige verdierestimert til NRS før konvergensen er kr 10 797 592 000, hvilket tilsvarer en verdi på kr 247,81 per aksje.

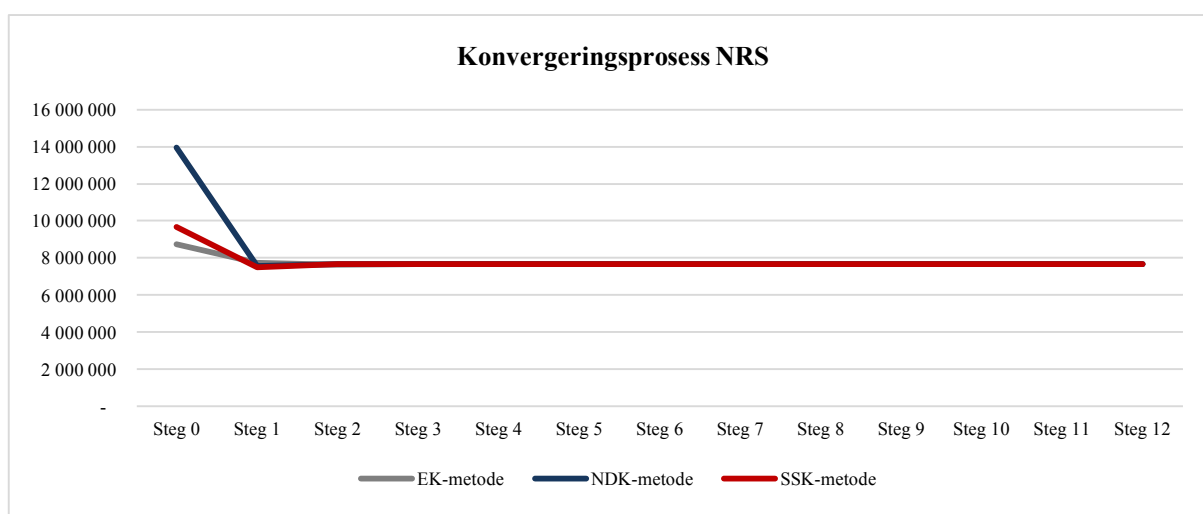
Verdi av egenkapital	FK-modell	SP-modell	Endring SP-modell	Gjennomsnitt
EK-metoden	8 753 957	8 753 957	8 753 957	8 753 957
NDK-metoden	13 959 024	13 959 024	13 959 024	13 959 024
SSK-metoden	9 679 795	9 679 795	9 679 795	9 679 795
Gjennomsnitt	10 797 592	10 797 592	10 797 592	10 797 592

Tabell 11-4 Oppsummering første verdierestimert NRS

11.4 Konvergens mot et felles verdiestimat

Ved hjelp av en konvergeringsprosess ønsker vi å finne et felles egenkapitalestimat for alle de fundamentale verdivurderingsmetodene. Som presentert i kapittel 11.3 gir metodene ved bruk av budsjetterte vektorer ulike estimat. I konvergeringsprosessen er målet å gjennomføre vektingen basert på oppdaterte verdiestimat og følgelig bruke verdivekter. Prosessen utføres i flere steg og hvert steg består av de samme handlingene. Desto flere steg vi gjennomfører desto mindre vil avstanden mellom verdiestimatet fra de ulike fundamentale metodene bli. (Knivsflå, 2016o)

Den første prosessen i et steg består av å beregne nye krav gjennom å vekte alle krav med gjennomsnittlig verdiestimat til egenkapitalen fra foregående steg. Deretter benyttes de nye kravene til å beregne et nytt estimat på egenkapitalen. Den siste prosessen består av å gjennomføre de to første prosessene helt til forskjellen mellom verdiestimatene ved bruk av de ulike metodene nærmer seg null. (Knivsflå, 2016o) Figur 11-1 og tabell 11-5 presenterer resultatene fra konvergeringsprosessen til NRS.



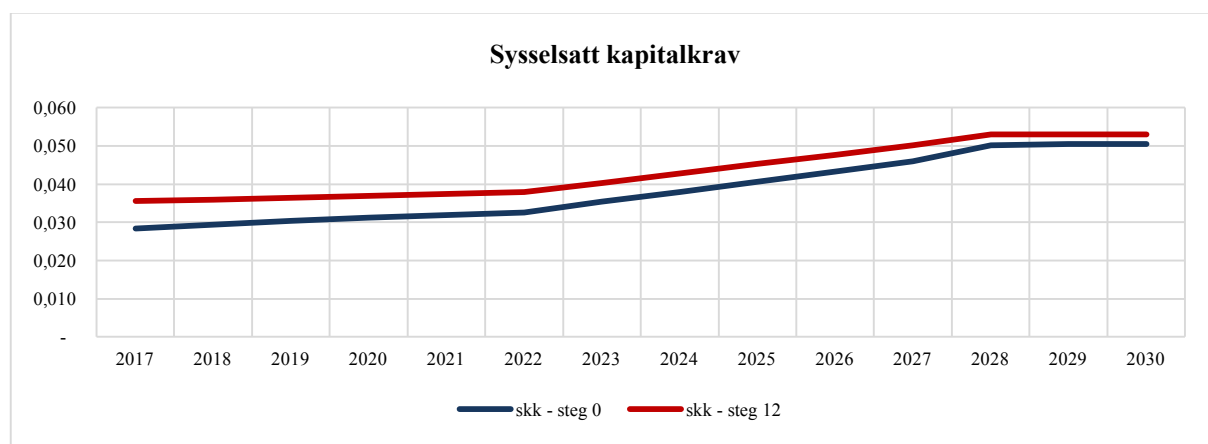
Figur 11-1 Konvergeringsprosessen til NRS, steg 0 til steg 12

	Steg 0	Steg 1	Steg 2	Steg 3	Steg 4	Steg 5	Steg 6	Steg 7	Steg 8	Steg 9	Steg 10	Steg 11	Steg 12
EK-metode	8 753 957	7 720 253	7 649 803	7 651 695	7 651 665	7 651 665	7 651 665	7 651 664	7 651 664	7 651 664	7 651 664	7 651 664	7 651 664
NDK-metode	13 959 024	7 551 501	7 653 601	7 651 632	7 651 665	7 651 664	7 651 664	7 651 664	7 651 664	7 651 664	7 651 664	7 651 664	7 651 664
SSK-metode	9 679 795	7 488 845	7 655 198	7 651 604	7 651 665	7 651 664	7 651 664	7 651 664	7 651 664	7 651 664	7 651 664	7 651 664	7 651 664
Gjennomsnitt	10 797 592	7 586 866	7 652 867	7 651 644	7 651 665	7 651 665	7 651 665	7 651 664	7 651 664	7 651 664	7 651 664	7 651 664	7 651 664
Avvik i %	19,519 %	1,172 %	0,027 %	0,000 %	0,000 %	0,000 %	0,000 %	0,000 %	0,000 %	0,000 %	0,000 %	0,000 %	0,000 %

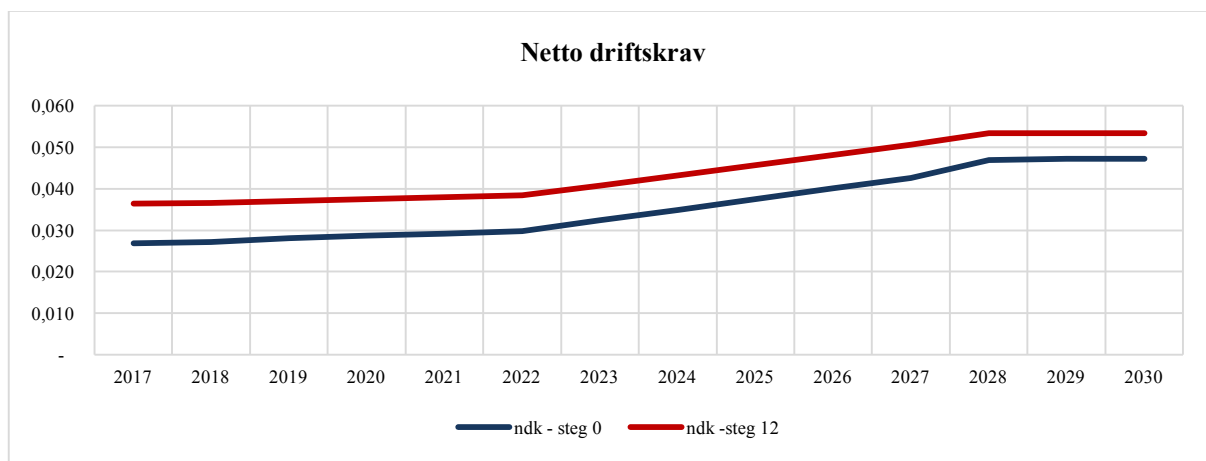
Tabell 11-5 Konvergeringsprosessen til NRS, steg 0 til steg 12

Vi kan lese av tabellen av avviket mellom metodene i steg 0 er 19,52%, deretter synker det til 1,17% i steg 1 før det til slutt ender i 0% i steg 4. Vi gjennomførte totalt 12 steg for å være sikre på at estimatene har konvertert og kommer til slutt frem til et sammenfallende verdiestimat på kr 175,61 per aksje for NRS. Dette innebærer en reduksjon på kr 72,20 fra første gjennomsnittlige verdiestimat. Årsaken til avviket mellom de ulike verdiestimatene er underestimering av de budsjetterte kravene som vi vil drøfte nærmere i neste avsnitt. Verdiestimatet tar videre ikke høyde for usikkerhetsmomenter hvilket vi også vil komme tilbake til senere i kapittelet. For å få innsikt i årsaken til de ulike avvikene ønsker vi å se på utviklingen til sysselsatt kapitalkrav, netto driftskrav og egenkapitalkravet i konvergeringsprosessen. Utviklingen er illustrert i henholdsvis figur 11-2, 11-3 og 11-4.

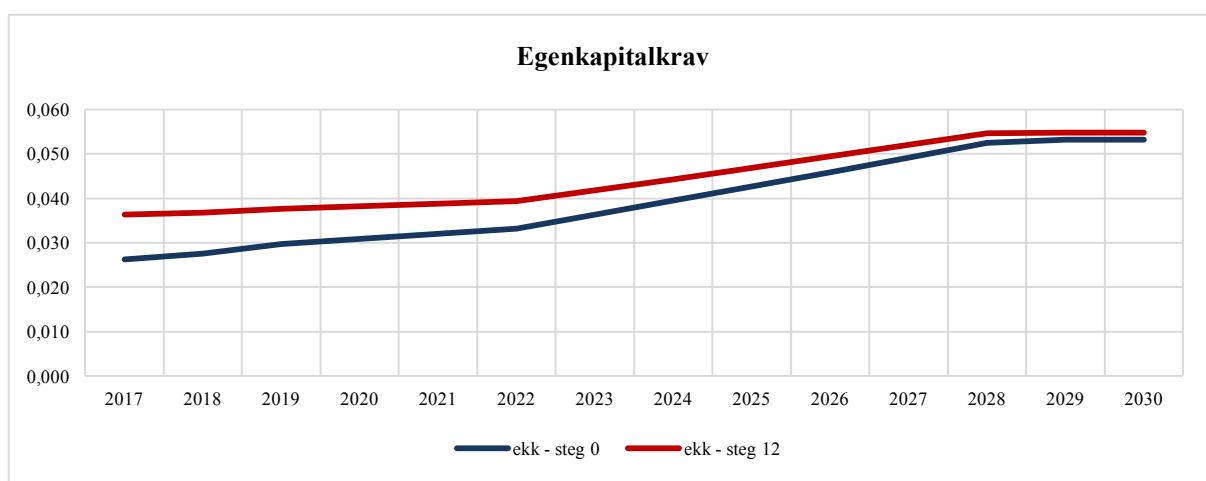
Som vi kan lese av figurene er netto driftskravet det kravet som oppjusteres mest fra steg 0 til 12. Følgelig vil konvergeringen få størst utslag på verdiestimatet beregnet ved hjelp av netto driftskapitalmetoden. Bruk av budsjetterte vektorer medfører at nettodriftskravet er underestimert hvilket innebærer at kravet vil øke gjennom konvergeringen. Dette stemmer med diskusjonene foretatt i kapittel 7 og 10 knyttet til underestimeringen av driftskravet. Følgelig er det underestimerte netto driftskravet hovedkilden til verdiavviket i steg 0 som er presentert i tabell 11-5. Sysselsatt kapitalkravet er også noe undervurdert i steg 0 hvilket medfører ett litt for høyt verdiestimat på egenkapitalen. Vi har tidligere diskutert risikoen for at sysselsatt kapitalkrav også er undervurdert i budsjettperioden. Egenkapitalkravet i steg 0 ligger marginalt under egenkapitalkravet i steg 12 og følgelig vil ikke konvergeringsprosessen få like stort utslag for verdiestimatet funnet ved hjelp av egenkapitalmetoden. Dermed kan vi anta at egenkapitalkravet er relativt riktig predikert i budsjettperioden.



Figur 11-2 Konvergering sysselsatt kapitalkrav til NRS



Figur 11-3 Konvergering netto driftskrav til NRS



Figur 11-4 Konvergering egenkapitalkrav til NRS

Funnene fra konvergeringsprosessen til verdiestimatet tilsier at de budsjetterte kravene tilhørende egenkapital, netto driftskapital og sysselsatt kapital er undervurdert i varierende grad. Ved å oppjustere kravene gjennom konvergeringen får vi et mer passende verdiestimat på egenkapitalen til NRS. Selv om vi reduserer noe av risikoen ved å oppjustere kravene eksisterer det fortsatt en stor usikkerhet knyttet til utregnet verdiestimat. Vi vil dermed i de påfølgende delkapitlene analysere denne usikkerheten.

11.5 Analyse av usikkerhet

Verdiestimatet kan defineres som et punkttestimat utregnet basert på forventet utvikling i budsjett- og verdidrivere. Følgelig er verdiestimatet utarbeidet basert på tilgjengelig

informasjon om virksomheten og bransjen i dag. Dersom ny informasjon fremkommer kan verdierestimatet endre seg. Dette innebærer at det er en betydelig usikkerhet knyttet til utviklingen av budsjett- og verdidriverne og følgelig også en stor usikkerhet knyttet til verdierestimatet på NRS. (Knivsflå, 2016p) For å få bedre innsikt ønsker vi derfor å se på NRS sin konkurrisisiko samt analysere usikkerheten knyttet til budsjett- og verdidriverne. For å analysere usikkerheten og hvordan endringer vil påvirke verdierestimatet skal vi benytte analyseprogrammet Crystal Ball.

11.5.1 Konkursrisiko

I en verdivurdering kan konkurrisikoen behandles på to måter. Konkursen kan enten bygges inn i fremtidsregnskapet eller regnskapet kan utarbeides med forutsetning om fortsatt drift og dermed håndtere konkursscenarioet separat. I utarbeidelsen av fremtidsregnskapet til NRS har vi forutsatt fortsatt drift hvilket taler for at konkurssannsynligheten ikke er reflektert i verdierestimatet og følgelig må bygges inn. Likevel er konkursscenarioet til NRS i prinsippet inkludert da fremtidskravene utarbeidet med fundamentale metoden tar utgangspunkt i en ratingkarakter. Basert på den syntetisk ratingen vi gjennomførte i kapittel 6 fant vi at NRS har en ratingkarakter lik BBB hvilket tilsier at sannsynligheten for at virksomheten går konkurs de neste 12 månedene er 0,26%. Denne ratingkarakteren har videre fastsatt kreditrisikopremien som vi har benyttet til å utarbeide kravene i fremtidsregnskapet. Dermed inkluderer forventet verdi konkursscenarioet til NRS, men det er i praksis litt undervektet. Dette medfører at vi ønsker å justere det fundamentale verdierestimatet for konkurrisiko. Vi justerer estimatet ved å multiplisere verdierestimatet til NRS med sannsynligheten for at virksomheten ikke går konkurs og adderer sannsynligheten for konkurs multiplisert med likvidasjonsverdien. (Knivsflå, 2016p)

$$\text{Verdiestimat} = (1 - p) * \text{Fundamental verdsettelse av EK} + p * \text{LVEK}$$

$$p = \text{konkurssannsynlighet, LVEK} = \text{likvidasjonsverdi av egenkapitalen}$$

Likvidasjonsverdi defineres som en substansverdi der realiseringen av en verdi skjer raskt. En rask realisering innebærer at eiendeler selges til en lavere pris enn markedsprisen, gjerne for å dekke tap ved en konkurs. Denne verdien er ofte null hvilket innebærer at långivere ikke får full dekning og følgelig får ikke eierne noen dekning da långivere som oftest har fortrinnsrett i boet. (Knivsflå, 2016p) I utregningen av det justerte verdierestimatet til NRS benytter vi en

konkurssannsynlighet på 0,26% hentet fra den syntetiske ratingen og en likvidasjonsverdi lik null. Følgelig får vi et nytt verdiestimat på kr 175,15.

$$\text{Verdiestimat per aksje} = (1 - 0,0026) * 175,61 + 0,0026 * 0 = \mathbf{175,15}$$

11.5.2 Crystal Ball

Vi benytter programmet Crystal Ball til å gjennomføre en simuleringsanalyse av verdiestimatet til NRS for å synliggjøre usikkerheten i estimatet. Simulering innebærer å gjøre kritiske budsjett- og verdidrivere om til stokastiske variabler. Dermed går vi fra et punkttestimat til en fordeling over verdiestimatet. Deretter korreleres driverne etter bestemte korrelasjonskoeffisienter for å få innsikt i sensitiviteten til de ulike driverne. Vi vil gjennomføre simuleringsanalysen basert på det justerte verdiestimatet på kr 175,15. (Knivsflå, 2016p)

11.5.2.1 *Kritiske risikofaktorer*

Alle budsjett- og verdidriverne er usikre. Som regel er utviklingen til driften mest kritisk for verdsettelsen, mens de finansielle faktorene er mindre viktige da finansieringsfordelen antas å være null. Derimot kan de finansielle faktorene påvirke egenkapitalverdien gjennom gearingfordelen fra drift. (Knivsflå, 2016p) Vi har valgt ut syv drivere som vi mener er kritiske for NRS. Dette er driftsinntekstveksten, netto driftsmargin, omløpet til netto driftseiendeler, markedets risikopremie, egenkapitalbeta, langsiktig risikofri rente og langsiktig finansiell gearing.

I prinsippet kan alle budsjett- og verdidrivere gjøres til usikre, stokastiske prosesser, men å operere disse stokastiske verdiene i praksis er for komplisert. Følgelig må vi forenkle analysen. I kapittel 9 utarbeidet vi fremtidsregnskapet basert på en lineær utvikling med budsjettpunkter på kort-, mellomlang- og lang sikt. Basert på forutsetningen om at utviklingen mellom budsjettpunktene er lineær kan vi sette budsjettpunktene som stokastiske variabler med en sannsynlighetsfordeling. Endringer i budsjettpunktene vil dermed også påvirke de lineære variablene og vi kan analysere hvordan ny informasjon vil påvirke verdiestimatet. (Knivsflå, 2016p) Som tidligere nevnt er lakseprisen en av hovedkildene til driftsinntektene

og følgelig resultatet til NRS. Vi anser at lakseprisen påvirker driftsinntektene og inntektsveksten i så stor grad at vi ikke trenger å legge inn prisen som en egen kritisk faktor ettersom driftsinntekstveksten og netto driftsmarginen allerede er lagt inn som kritiske verdier.

Driftsinntektsvekst

Driftsinntektsveksten til NRS i fremtidsregnskapet på kort- og mellomlang sikt er basert på Fish Pool sine fremtidige prisestimater. Ettersom vekstmulighetene i bransjen er svært begrenset på kort sikt grunnet konsesjoner og produksjonssyklus vil veksten de kommende årene i stor grad være et resultat av endringer i lakseprisen. Standardavviket i oppdrettsbransjen vil videre ligge på et høyere nivå enn i andre bransjer grunnet den volatile lakseprisen. Standardavviket til de ulike budsjettdriverne kan estimeres basert på historiske regnskapstall. Dersom det historiske avviket anses som urimelig kan det overstyres. (Knivsflå, 2016p). Historisk standardavvik for driftsinntekstveksten til NRS er 22,00%. Dette må anses som et urimelig standardavvik og vi velger følgelig å overstyre det.

I tabell 11-6 har vi presentert de predikerte standardavvikene i de ulike budsjettpunktene. Standardavviket på kort sikt settes til 5,50% hvilket utgjør en fjerdedel av det langsiktige historiske standardavviket over analyseperioden og anses som et mer normalt standardavvik. På mellomlang sikt forventer vi at usikkerheten vil være større da usikkerheten øker i takt med antall år. Dermed setter vi standardavviket på mellomlang sikt til 9,00% hvilket er en økning fra standardavviket på kort sikt. På lang sikt har vi forutsatt at avviket er lik veksten i verdensøkonomien på 4,00%. Ettersom denne verdien er usikker benytter vi oss av en uniform sannsynlighetsfordeling for budsjettpunkt T. Følgelig vil sannsynligheten for at verdiene innenfor intervallet 3%-5% inntreffer være like stor. Det er viktig å merke seg at øvre grense er satt lavere enn egenkapitalkravet.

Budsjettpunkt	År	Forventet driftsinntektsvekst	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1	2017	4,00%	5,50%	Normalfordelt
Budsjettpunkt 2	2018	-3,00%	5,50%	Normalfordelt
Budsjettpunkt M	2022	-5,00%	9,00%	Normalfordelt
Budsjettpunkt T	2028	4,00%	U[3%;5%]	Uniformt fordelt

Tabell 11-6 Driftsinntektsvekst til NRS i de ulike budsjettpunktene

Dersom det eksisterer korrelasjon mellom to variabler vil endringer i utfallet av den ene variabelen påvirke den andre. En korrelasjon bør være basert på empiriske sammenhenger

eller økonomisk teori. I følge økonomisk teori vil en høy vekst føre til et høyt avkastningskrav som igjen fører til høy alternativkostnad for kapitalbruk. Etersom vi har forutsatt at driftsinntektsveksten til NRS er konstant lik veksten i verden på lang sikt er det dermed rimelig å anta at driftsinntektsveksten korrelerer positivt med markedsrisikopremien i steady state. Vi fastsetter dermed en svak korrelasjonen mellom driftsinntektsveksten og markedsrisikopremien på 0,2. (Knivsfå, 2016p)

$$Kor(div, mrp) = 0,2$$

kor = korrelasjon, div = driftsinntektsvekst, mrp = markedsrisikopremie

Videre forventer vi en korrelasjon mellom driftsinntektsveksten og netto driftsmargin. Lakseprisen påvirker driverne i så stor grad at det vil være naturlig med en korrelasjon. Over analyseperioden var korrelasjonen på hele 0,71 hvilket tilsier en sterk samvariasjon. Vi forventer en korrelasjon også i fremtiden da laks vil være en av hovedfaktorene til driftsinntektene også i budsjettperioden. Vi forventer imidlertid at denne vil reduseres ettersom vi ikke har forutsatt ett en til en forhold mellom lakseprisen og driftsinntektene. Dermed setter vi fremtidig korrelasjon til halvparten av historisk korrelasjon og får følgelig en fremtidig korrelasjon på 0,35.

$$Kor(div, ndm) = 0,35$$

kor = korrelasjon, div = driftsinntektsvekst, ndm = netto driftsmargin

Netto driftsmargin

NRS sin fremtidige netto driftsmargin er også i stor grad styrt av endringene i lakseprisen på kort- og mellomlang sikt. Som tidligere nevnt er usikkerheten til prisen mindre på kort enn mellomlang sikt. Standardavviket til driftsmarginen over analyseperioden er 4,14%, altså relativt mye lavere enn standardavviket til driftsinntektene og følgelig har driftsmarginen vært mer stabil enn inntektsveksten. Dermed setter vi standardavviket på kort sikt lik det historiske standardavviket i analyseperioden. På mellomlang sikt er det en større usikkerhet knyttet til utviklingen i lakseprisen da det er mange faktorer som spiller inn. Følgelig setter vi standardavvik for budsjettpunkt M til 6,22% hvilket er noe høyere enn det historiske avviket. På lang sikt, i steady state, forventer vi at nettodriftsmargin stabiliserer og at usikkerheten følgelig reduseres. Som presentert i kapittel 9 forventer vi at budsjettperioden vil bestå av både opp- og nedgangskonjunkturer hvilket innebærer at verdien på lang sikt vil gjenspeile dette og følgelig reduseres risikoen. I budsjettpunkt T forventer vi dermed ett standardavvik på 1,56% hvilket utgjør en fjerdedel av standardavviket i budsjettpunkt M.

Budsjettpunkt	År	Forventet netto driftsmargin	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1	2017	10,00%	4,14%	Normalfordelt
Budsjettpunkt 2	2018	7,00%	4,14%	Normalfordelt
Budsjettpunkt M	2022	6,00%	6,22%	Normalfordelt
Budsjettpunkt T	2028	5,39%	1,56%	Normalfordelt

Tabell 11-7 Netto driftsmarginvekst til NRS i de ulike budsjettpunktene

I likhet med driftsinntektsveksten forventer vi at netto driftsmargin korrelerer med andre drivere. I henhold til økonomisk teori har en virksomhet med høy driftsmargin en tendens til å ha et lavt omløp på netto driftseiendeler og visa versa. Dette kan innebære at en økning/reduksjon i driftsmarginen i fremtiden vil kunne påvirke omløpskostnadene.

(Knivsflå, 2016p) Gjennom analyseperioden var det en positiv korrelasjon på hele 0,996 mellom netto driftsmargin og omløpet til driftseiendelene. Dette anser vi som noe høyt og forutsetter dermed at korrelasjonen vil reduseres til halvparten i fremtiden og følgelig vil være 0,5 fremover.

$$Kor(ndm, onde) = 0,5$$

kor = korrelasjon, ndm = netto driftsmargin, onde = omløpet til netto driftseiendeler

Virksomheter med høy driftsmargin har også en tendens til å ta høyere finansiell risiko hvilket medfører økt finansiell gearing. Har virksomheten en høy driftsmargin vil selskapets egenkapitalprosent øke og følgelig reduseres den finansielle gearingen. Dette taler for at netto driftsmargin korrelerer med finansiell gjeldsdel. (Knivsflå, 2016p) Over analyseperioden har det vært en negativ korrelasjon på -0,942 mellom netto driftsmargin og finansiell gjeld i NRS. En av årsakene til den negative korrelasjonen kan være den store unormale gjeldsnedbetalingen i 2016T. Vi velger dermed å overstyre denne og legge inn en svak positiv korrelasjon mellom variablene på 0,1.

$$Kor(ndm, fgd) = 0,1$$

kor = korrelasjon, ndm = netto driftsmargin, fgd = finansiell gjeldsdel

Omløpet til netto driftseiendeler

Over analyseperioden har omløpet til netto driftseiendeler hatt et standardavvik på 36,4%. Dette anser vi som et stort og unormalt avvik og vi ønsker følgelig å overstyre dette. På kort sikt har vi budsjettet med at omløpet vil øke i 2017 og deretter reduseres i 2018. Som tidligere diskutert er det stor usikkerhet knyttet til omløpet til NRS da vi ikke har en god målestokk å sammenligne nivået med.

Ettersom standardavviket over analyseperioden er veldig høyt antar vi at dette er trukket opp av det ekstreme omløpet i 2016T. Videre antar vi som tidligere nevnt at omløpet i stor grad er preget av lakseprisen. Følgelig forventer vi at standardavviket til driveren på kort sikt vil være

relativt lik standardavviket til driftsinntekstveksten på 5,50%. Grunnet økt risiko på mellomlang sikt fastsettes standardavviket til 9,00% i budsjettpunkt M. På lang sikt forventer vi igjen en reduksjon i usikkerheten da vi har forventet et lavere omløp i steady state. Følgelig settes standardavviket i steady state lik standardavviket på kort sikt.

Budsjettpunkt	År	Forventet omløp til NDE	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1	2017	3,229	5,50%	Normalfordelt
Budsjettpunkt 2	2018	2,750	5,50%	Normalfordelt
Budsjettpunkt M	2022	2,345	9,00%	Normalfordelt
Budsjettpunkt T	2028	1,970	5,50%	Normalfordelt

Tabell 11-8 Omløpet til netto driftseiendeler til NRS i de ulike budsjettpunktene

Øvrige kritiske risikofaktorer

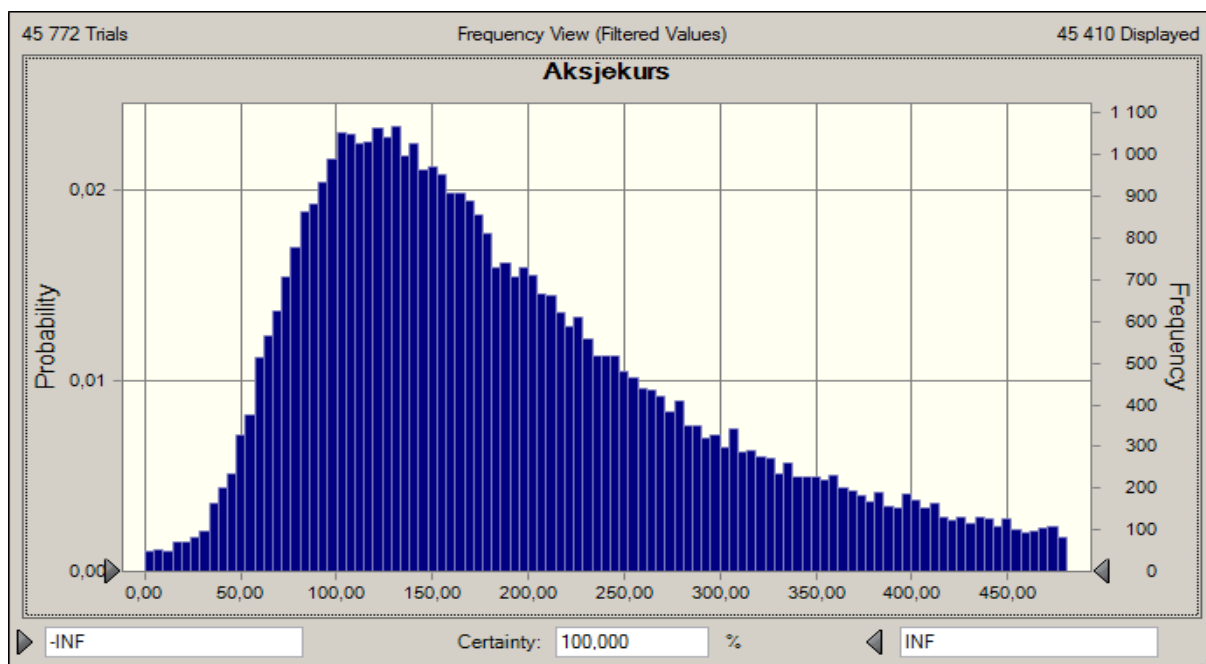
Som nevnt har vi valgt å analysere syv risikofaktorer. De fire resterende er presenter i tabell 11-9. Analysert egenkapitalbeta er den justerte beaten fra kapittel 7 og standardavviket illustrerer avviket over analyseperioden. De resterende risikofaktorene har vi lagt inn med en uniform fordeling på da vi mener det er sannsynlig at budsjettdriverne ligger innenfor intervallene presentert i tabell 11-9.

Øvrige kritiske risikofaktorer	Forventet verdi	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Markedets risikopremie	0,048	U[4,3%;5,3%]	Uniformt fordelt
Egenkapitalbeta	0,705	9,36%	Normalfordelt
Langsiktig risikofri rente	0,009	U[2,5%;3,5%]	Uniformt fordelt
Langsiktig finansiell gearing	0,420	U[40%;50%]	Uniformt fordelt

Tabell 11-9 Øvrige kritiske risikofaktorer for NRS

11.5.2.2 Simuleringsanalyse

Basert på definerte variabler, sannsynlighetsfordelinger og korrigerede korrelasjoner kan vi nå gjennomføre en Monte Carlo-simulering ved hjelp av Crystal Ball. Vi har benyttet oss av 50000 trekninger med verdierestimatet [0,500] for å filtrere bort de ekstrem verdiene. Nedre grense er satt til 0 for å inkludere konkurrisikoen og den øvre grensen er satt til 500 basert på skjønn. Grunnet nevnte intervallbegrensinger er 4 228 trekninger som representerer positive ekstremtilfeller filtrert ut og gjenværende trekninger er illustrert i figur 11-5 og tabell 11-10.



Figur 11-5 Monte Carlo-simulering av verdiestimatet per aksje til NRS i NOK

Statistikk	Prediksjonsverdi	Statistikk	Prediksjonsverdi
Trials	45 772,000	Skewness	0,857
Base Case	175,150	Kurtosis	3,160
Mean	191,190	Coeff. of Variation	0,541
Median	167,760	Minimum	0,390
Mode	61,770	Maximum	499,980
Standard Deviation	103,350	Mean Std. Error	0,480
Variance	10 680,650	Filtered Values	4 228,000

Tabell 11-10 Data fra Monte Carlo-simuleringen av NRS

Ut ifra tabellen kan vi lese at gjennomsnittlig verdiestimat er kr 191,19 per aksje hvilket er noe høyere enn verdiestimatet vi har kommet frem til ved hjelp av den fundamentale metoden på kr 175,15. Videre ser vi at toppen til simuleringen ligger i intervallet 100-150kr og at fordelingen har en tydelig høyreforskyvning av halen. En av årsakene til forskyvningen er at gjennomsnittlig verdi er høyere enn utgangspunktet. Forskyvningen underbygges også av en positiv "skewness"-verdi på 0,857. Dersom estimatene hadde vært perfekt normalfordelt ville vi hatt en "skewness"-verdi lik 0.

Videre ser vi at NRS besitter en variasjonskoeffisient på 54,1%. Variasjonskoeffisienten uttrykker årlig prosentvis standardavvik som beskriver forholdet mellom det gjennomsnittlige verdiestimatet og standardavviket til verdiestimatet. En koeffisient på over 50% kan anses noe høyt, men som vi har sett det siste året har det vært store svingninger i aksjeprisen grunnet den volatile lakseprisen. Følgelig anser vi ikke dette standardavviket som unormalt for

oppdrettsbransjen. Til slutt viser Monte Carlo-simuleringen at konkurrisikoen til NRS er null hvilket er naturlig da vi har valgt å gjennomføre simuleringen basert på det konkursjusterte verdiestimatet.

11.5.2.3 *Forklaring av usikkerheten i simuleringen*

Simuleringsanalysen i Crystal Ball kan videre gi innsikt i hvilken grad den enkelte driveren påvirker NRS sitt totale verdiestimat. Tabell 11-11 illustrerer påvirkningsgraden til de ulike budsjettdriverne på variansen i totalestimatet.

Budsjettvariabler	Kontribusjon til varians
Netto driftsmargin i budsjettpunkt T (steady state)	32,17%
Driftsinntektsvekst i budsjettpunkt M (år 2022)	19,78%
Egenkapitalbeta	11,41%
Netto driftsmargin i budsjettpunkt M (år 2022)	10,04%
Omløpet til netto driftseiendeler i budsjettpunkt T (steady state)	9,11%
Driftsinntektsveksten i budsjettpunkt T (steady state)	4,77%
Risikofri rente	3,10%
Driftsinntektsveksten i budsjettpunkt 2 (år 2018)	3,01%
Omløpet til netto driftseiendeler i budsjettpunkt M (år 2022)	2,51%
Netto driftsmargin i budsjettpunkt 2 (år 2018)	1,88%
Driftsinntektsveksten i budsjettpunkt 1 (år 2017)	0,63%
Omløpet til netto driftseiendeler i budsjettpunkt 2 (år 2018)	0,61%
Netto driftsmargin i budsjettpunkt 1 (år 2017)	0,40%
Finansiell gjeldsdel i budsjettpunkt M (år 2022)	0,30%
Markedets risikopremie	0,11%
Finansiell gjeldsdel i budsjettpunkt 2 (år 2022)	0,09%
Finansiell gjeldsdel i budsjettpunkt T (steady state)	0,04%
Finansiell gjeldsdel i budsjettpunkt 1 (år 2017)	0,04%

Tabell 11-11 Kontribusjon til variansen av de ulike budsjettdriverne

Som vi kan lese ut av tabellen er det budsjettdriverne på mellomlang sikt og i steady state som påvirker verdiestimatet til NRS i størst grad. Ettersom terminalverdien er en viktig del av den neddiskonterte kontantstrømmen anses dette som naturlig. Tidligere i kapittelet kom vi også frem til at horisontverdien utgjør over 60% av verdiestimatet hvilket underbygger påvirkningsgraden til budsjettdriverne på lang sikt. Vi kan videre se at budsjettdriveren som påvirker estimatet minst er langsiktig finansiell gearing. Følgelig har ikke endringer i finansieringsstrukturen til NRS stor innvirkning på selskapets verdiestimat.

Basert på Monte Carlo-simuleringen er netto driftsmargin i steady state budsjettdriveren som er mest essensiell for NRS da denne driveren utgjør 32,17% av variansen i estimatet. Følgelig vil en liten endring i driftsmarginen i steady state utgjøre en stor endring i verdiestimatet. Det er naturlig at netto driftsmargin er en viktig variabel ettersom den påvirker driftsresultatet og følgelig lønnsomheten til NRS. Videre utgjør driftsmarginen på mellomlang sikt 10,04% av variansen til estimatet hvilket innebærer at netto driftsmargin på mellomlang- og lang sikt står for over 40% av den totale variansen. Dette innebærer at det er svært viktig for NRS å opprettholde en god netto driftsmargin.

Videre kan vi lese ut av tabellen at driftsinntekstveksten utgjør en stor del av variansen til estimatet. Dette er også forventet tatt i betraktning tidligere analyser. Som nevnt er lakseprisen og følgelig driftsinntekten en av de viktigste kildene til selskapets driftsresultat. Dermed vil endringer i driftsinntekstveksten få stort utslag for lønnsomheten i selskapet. Totalt står inntekstveksten på mellomlang og lang sikt for 24,55% av variansen i estimatet. Omløpet til netto driftseiendeler som i stor grad er påvirket av endringer i lakseprisene og dermed følger samme trend som driftsinntektene er også en sensitiv budsjettvariabel i steady state.

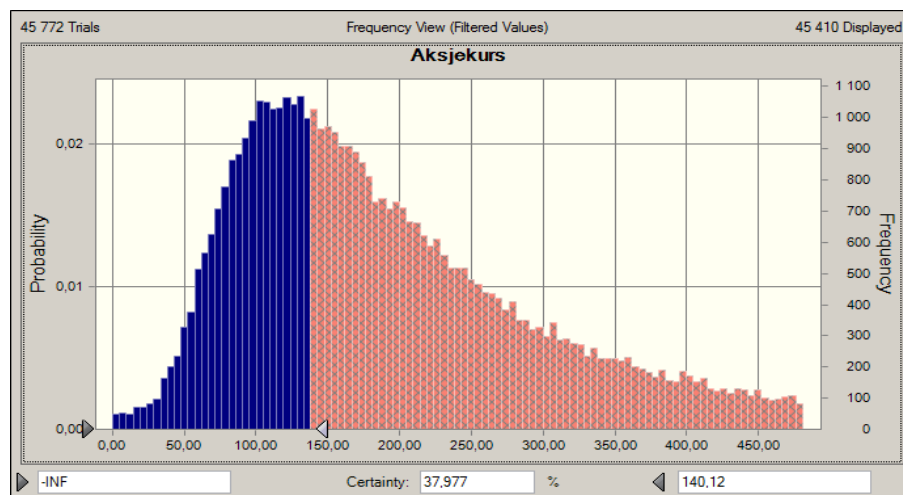
Den tredje mest sensitive variabelen for NRS er egenkapitalbetaen som står for 11,41% av variansen. Dette medfører at det ikke kun er driftsdriverne som utgjør en usikkerhet for verdiestimatet, men også driverne for kravene. Kravdriverne består i tillegg av risikofrirente og markedsrisikopremien som totalt utgjør 14,62% av sensitiviteten til estimatet. At egenkapitalkravet påvirker verdiestimatet er naturlig da denne utgjør neddiskonteringsrenten som estimatet bygger på. Egenkapitalkravet er igjen styrt av risikoen knyttet til selskapet. Risikoen og følgelig kravet øker dersom den finansielle gjeldsdelen øker. Følgelig påvirker finansiell gearing verdiestimatet indirekte gjennom egenkapitalkravet selv om den finansielle gjeldsdelen i seg selv ikke påvirker variansen i stor grad.

11.5.2.4 *Oppsidepotensial og nedsiderisiko*

Resultatene fra simuleringsanalysen kan videre benyttes til å vurdere oppsidepotensial og nedsiderisiko til NRS. Nedsiderisiko defineres som sannsynligheten for at aksjeverdien til selskapet er mindre enn 80% av estimert verdi og oppsidepotensial beskriver sannsynligheten

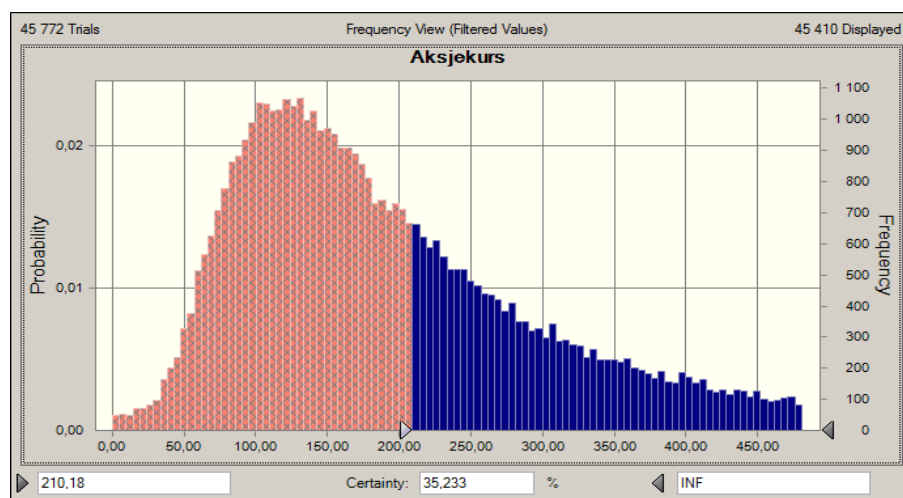
for at verdien er minst 20% høyere enn verdiestimatet. Forventet verdiestimat per aksje er som tidligere nevnt kr 175,15.

Vi skal først se på nedsiderisikoen til NRS og øvre grense settes følgelig til kr 140,12. Som vi kan se i figur 11-6 er nedsiderisikoen til NRS 37,98%. Dette innebærer at det er middels stor sannsynlighet for en nedside i aksjeverdien.



Figur 11-6 Nedsiderisikoen til NRS fra Monte Carlo-simuleringen

Oppsidepotensialet til NRS er illustrert i figur 11-7. Sannsynligheten for et verdiestimat til NRS er over kr 210,18 er lik 35,23%. Dette innebærer at selskapet også har en middels stor sannsynlighet for en oppside i aksjeverdien.



Figur 11-7 Oppsidepotensialet til NRS fra Monte Carlo-simuleringen

11.5.2.5 Oppsummering simuleringsanalyse

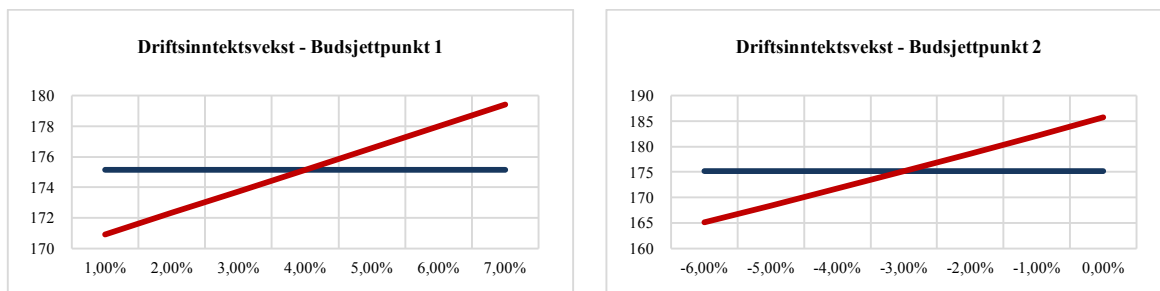
Basert på den gjennomførte Monte Carlo-simuleringen kan vi fastslå at usikkerheten knyttet til verdiestimatet på NRS er stor. Spesielt har endringer i netto driftsmargin i steady state og driftsinntekstveksten på mellomlang sikt vist seg ha en betydelig innvirkning på utfallet av estimatet. Videre kom vi frem til at oppsidepotensialet og nedsiderisikoen til NRS er omtrent like store. Som vi har presisert flere ganger i oppgavene er utarbeide verdiestimat svært usikre og små endringer i inputverdier kan medføre store endringer i resultatet spesielt i terminalleddet. Det er igjen viktig å påpeke at enhver som gjennomfører en verdivurdering vil fastsette sine egne forutsetninger og avgrensninger som vil påvirke de ulike innsatsfaktorene og følgelig sluttestimater.

11.5.3 Utvidet sensitivitetsanalyse

For å få bedre innsikt i sensitiviteten til verdiestimatet ønsker vi å gjennomføre en utvidet sensitivitetsanalyse. Ved hjelp av sensitivitetsanalysen i Crystal Ball fant vi at driftsinntekstveksten, netto driftsmargin, omløpet til netto driftseiendeler og egenkapitalbetaen er budsjettdriverne som påvirker verdiestimatet i størst grad. Dermed skal vi analysere disse budsjettdriverne nærmere ved å endre budsjettdriverne på kort-, mellomlang- og lang sikt, alt annet holdt likt. I de påfølgende delkapitlene representerer den blå grafen verdiestimatet og den røde grafen sensitiviteten til driveren.

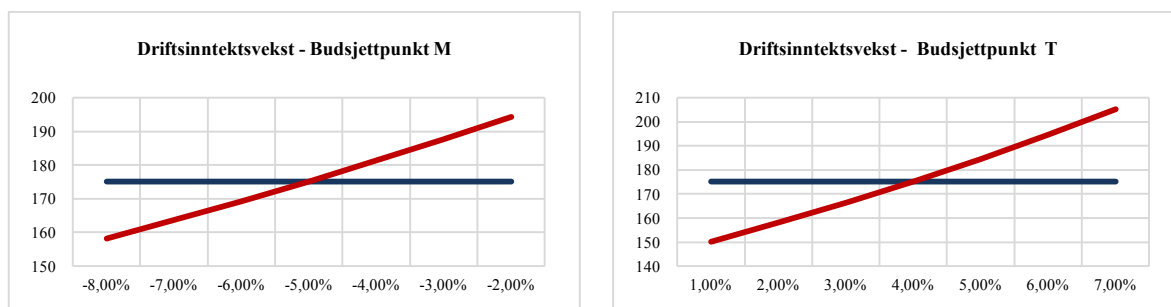
11.5.3.1 Driftsinntekstvekst

Ved hjelp av Crystal Ball-analysen kom vi frem til at driftsinntekstveksten på kort sikt har liten innvirkning på det endelig verdiestimatet til egenkapitalen. Øker vi driftsinntektene slik som vist i figur 11-8 i budsjettpunkt 1 og 2 med 1%, øker verdiestimatet med henholdsvis 0,81% og 1,98%. Følgelig er veksten i budsjettpunkt 2 litt mer sensitiv enn budsjettpunkt 1 hvilket igjen er i tråd analysen i Crystal Ball.



Figur 11-8 Påvirkningen til driftsinntektsveksten på kort sikt

Driftsinntektsveksten på mellomlang sikt er i henhold til Crystal Ball budsjettdriveren som påvirker verdiestimatet i nest størst grad og utgjør 19,78% av variansen. Ser vi på grafene i figur 11-9 ser vi dog at dette ikke er tilfellet i den utvidede sensitivitetsanalysen. Ved å øke driftsinntektsveksten på mellomlang sikt med 1% øker verdiestimatet med 3,51%. Årsaken til at resultatet i den utvidede sensitivitetsanalysen ikke stemmer med resultatet fra Crystal Ball-analysen kan være forventningen som legges inn i Crystal Ball. Driftsinntektsveksten i budsjettpunkt M er lagt inn med en forutsetning om et normalfordelt standardavvik på 9,00%. Følgelig uttrykker trekningen resultater med en driftsinntektsveksten som varierer fra -16,50% til 6,50% som vist i tornadoanalysen i figur 11-15. Dette kan innebære at standardavviket til driftsinntektsveksten i Crystal Ball er predikert for stort slik at vi får ekstremverdier.

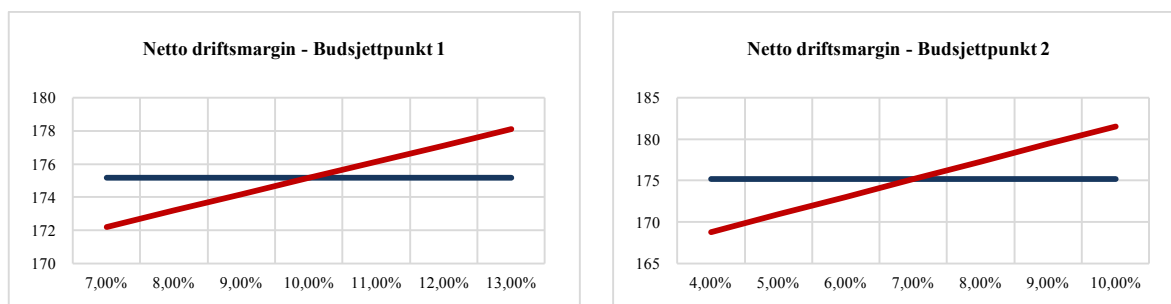


Figur 11-9 Påvirkningen til driftsinntektsveksten på mellomlang- og lang sikt

Basert på Crystal Ball-analysen utgjør driftsinntektsveksten i steady state rundt 4,77% av variansen i verdiestimatet. Av figur 11-9 kan vi lese at dersom vi øker driftsinntektsveksten i steady state fra 4% til 5% øker verdiestimatet med 5,36%. Sensitivitetsnivået i budsjettpunkt T er i tråd med funnene i Crystal Ball-analysen. Basert på funnene ved den utvidede analysen er driftsinntektsveksten budsjettpunkt T er mer sensitiv overfor endringer enn veksten i budsjettpunkt M.

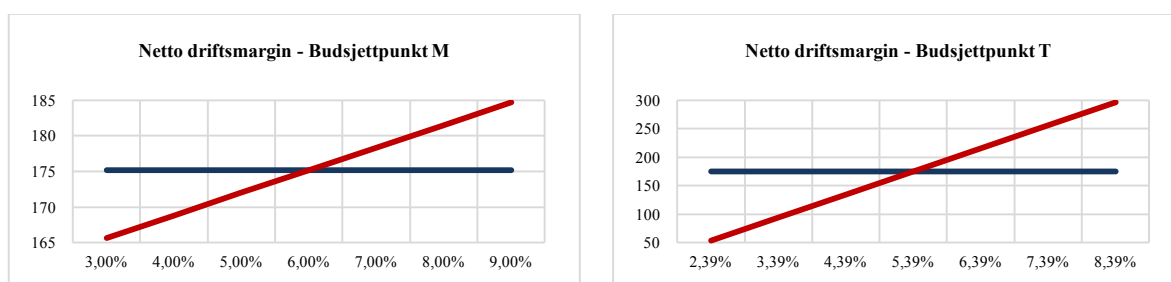
11.5.3.2 Netto driftsmargin

Vi vil forvente at netto driftsmarginen til virksomheten på kort sikt ikke påvirker verdiestimatet i stor grad. Ved å øke driftsmarginene i år 2017 og 2018 med 1% får vi en økning i verdiestimatet på henholdsvis 0,56% og 1,22%. Følgelig er disse budsjettdriverne ikke svært sensitive og analysen stemmer med funnene fra Monte Carlo-simuleringen.



Figur 11-10 Påvirkningen til netto driftsmargin på kort sikt

På mellomlang sikt utgjør netto driftsmarginen 10,04% av variansen til estimatet basert på simuleringen og følgelig kan vi forvente en stor endring i verdien ved å endre netto driftsmargin i figur 11-11 fra 6% til 7%. Den utvidede analysen viser dog at følgende endring kun får et utslag i verdiestimatet på 1,81% hvilket tilsier at driftsmarginen i budsjettpunkt M ikke er mye mer sensitiv enn driveren i budsjettpunkt 2. Igjen kan vi forklarer forskjellen i resultatene med forutsetningen som er lagt inn i Monte Carlo-simuleringen. I budsjettpunkt M har vi lagt inn et standardavvik på 6,22% hvilket innebærer at trekningene inneholder netto driftsmarginer i budsjettpunkt M som varierer fra -2% til 14%.



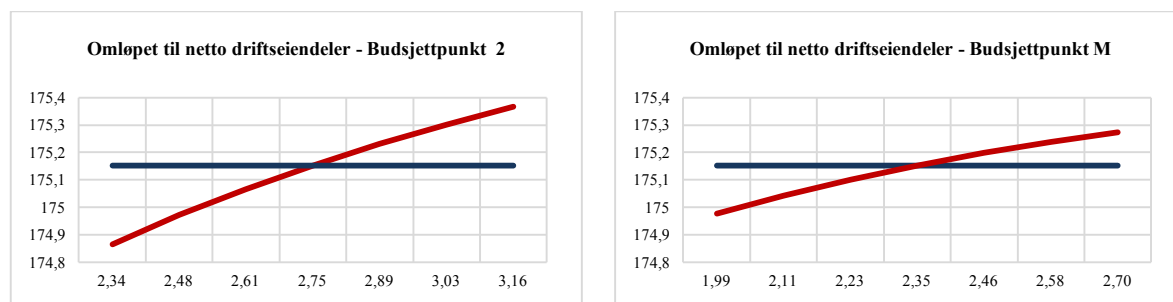
Figur 11-11 Påvirkningen til netto driftsmargin på mellomlang- og lang sikt

Netto driftsmargin på lang sikt er den budsjettdriveren som påvirker estimatet i størst grad i følge Crystal Ball og variabelen utgjør 32,17% av variansen. Basert på figur 11-11 finner vi at ved å endre netto driftsmargin i steady state fra 5,39% til 6,39% øker verdiestimatet med hele

22,98%. Følgelig viser den utvidede sensitivitetsanalysen at netto driftsmargin i steady state er den mest sensitive budsjettvariabelen. Dette innebærer at det er svært viktig for NRS å opprettholde en god driftsmargin. Basert på vårt estimat besitter NRS en netto driftsmargin i steady state som ligger noe under bransjegjennomsnittet. Dermed vil NRS kunne øke verdiestimatet betraktelig ved å komme opp på bransjenivået.

11.5.3.3 Omløpet til netto driftseiendeler

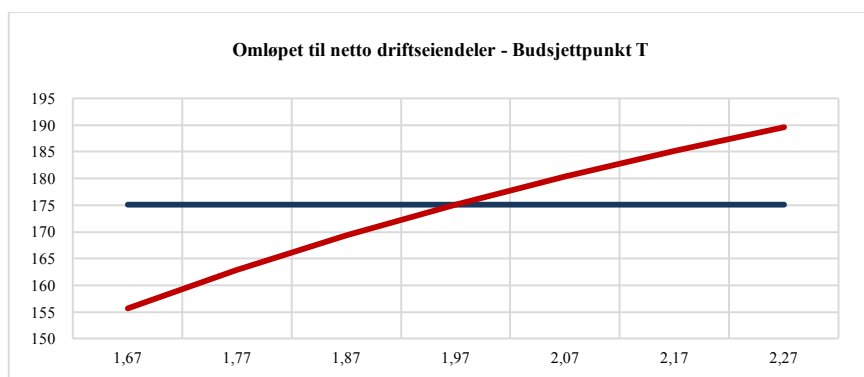
Basert på funnene i Crystal Ball-analysen kan vi forvente at endringer i driveren omløpet til netto driftseiendeler på kort og mellomlang sikt ikke vil påvirke verdiestimatet i betydelig grad. Basert på figurene i 11-12 finner vi at en økning i omløpet på 5,00% innebærer en økning i verdiestimatet på henholdsvis 0,04% og 0,03%. Følgelig vil en endring i omløpet påvirke verdien i minimal grad. Dette stemmer med tidligere analyser som har vist at omløpet til netto driftseiendeler kun er knyttet til oppdrettsavdelingen og følgelig ikke er knyttet til hele driftsresultatet.



Figur 11-12 Påvirkningen til omløpet til netto driftseiendeler på kort- og mellomlang sikt

På lang sikt kan vi forvente at omløpet til netto driftseiendeler er mer sensitiv enn på kort- og mellomlang sikt. I henhold til figur 11-13 vil en økning på 5,00% i omløpet utgjøre en økning i verdiestimatet på 3,01%. Følgelig finner vi igjen at estimatet er mer sensitivt i Crystal Ball-analysen enn i den utvidede analysen. Forklaringen er som tidligere at omløpet til netto driftseiendeler ligger inne med en forutsetning om et standardavvik på 5,50% i steady state. Dette standardavviket innebærer at omløpet til trekningene ligger i intervallet 1,90 til 2,04 hvilket kan gi oss ekstremverdier. Basert på den utvidede analysen kan vi se at omløpet til netto driftseiendeler er den driveren som påvirker verdiestimatet i minst grad. Forklaringen til dette kan være selskapets driftsstruktur som har blitt diskutert tidligere i oppgaven. Dersom

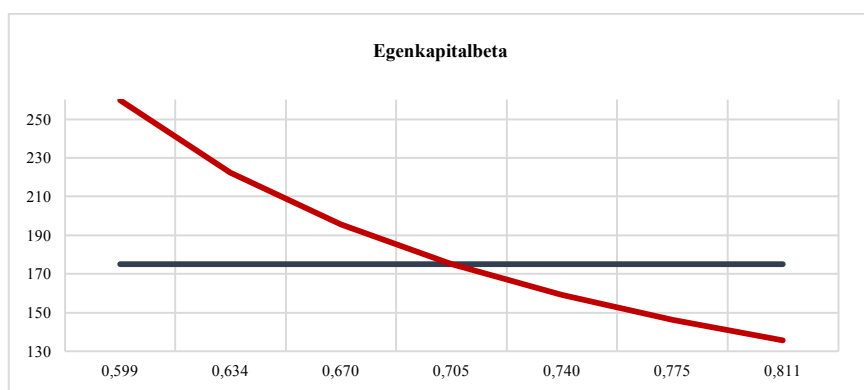
NRS øker andelen av oppdrettsavdelingen i virksomheten vil driveren omløp av netto driftseiendeler få en større betydning for virksomhetens verdiestimat.



Figur 11-13 Påvirkningen til omløpet til netto driftseiendeler på lang sikt

11.5.3.4 Egenkapitalbeta

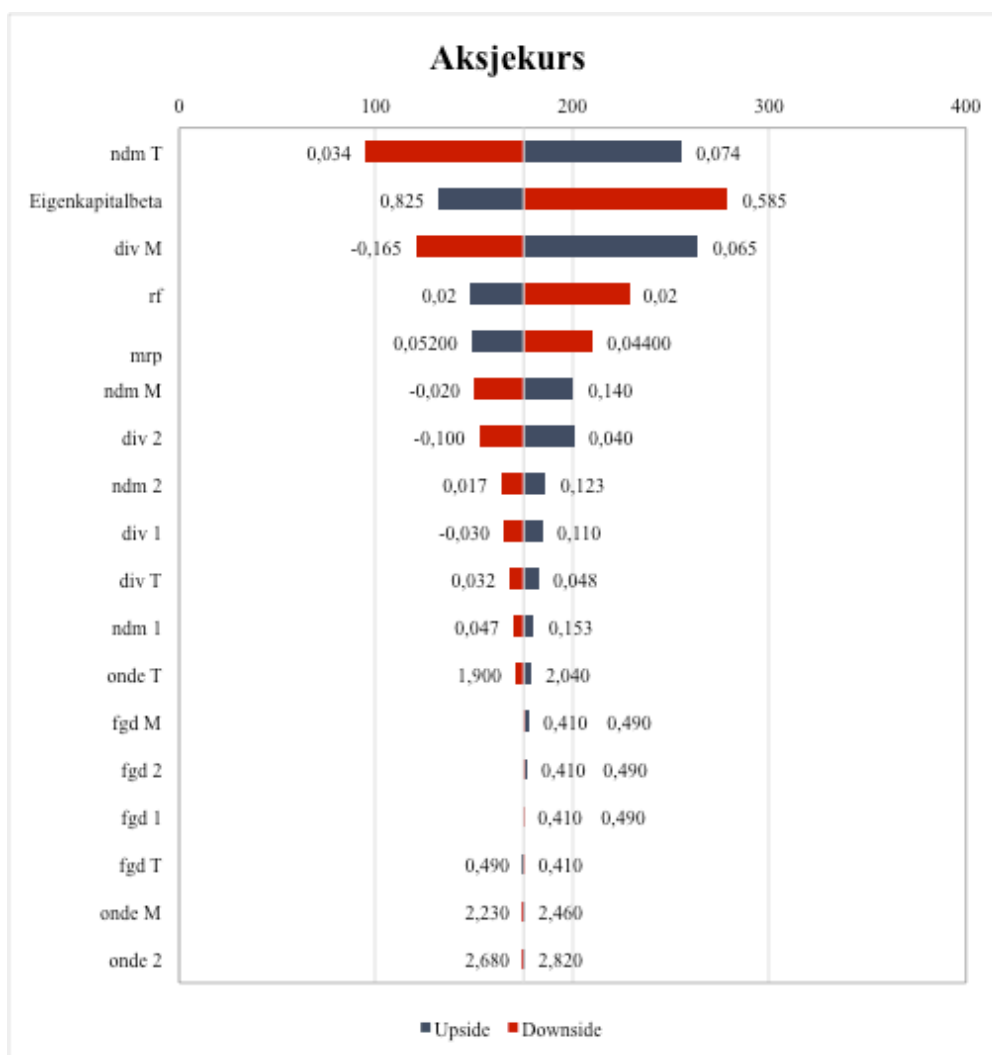
Den siste driveren som har en stor innvirkning på selskapets verdiestimat er i henhold til Crystal Ball-analysen egenkapitalbetaen til NRS. Ved hjelp av Monte Carlo-simuleringen fant vi at egenkapitalbetaen utgjorde 11,41% av variansen i verdiestimatet. Følgelig kan vi forvente at en endring i betaen vil påvirke estimatet i rimelig grad. En økning i betaen innebærer en økning i risiko knyttet til selskapet og følgelig krever investor en høyere avkastning. Basert på figur 11-14 finner vi at en økning i egenkapitalbetaen på 5,00% utgjør en reduksjon i verdiestimatet på 9,14%. Som vi kan se er ikke endringene i egenkapitalbetaen beregnet ved hjelp av den utvidede analysen like sensitiv som i Crystal Ball-analysen. Vi ser likevel i figuren at egenkapitalbetaen påvirker egenkapitalkravet i steady state og følgelig reduseres verdiestimatet i takt med at betaen øker.



Figur 11-14 Påvirkningen til egenkapitalbetaen på lang sikt

11.5.3.5 Tornadoanalyse

For å oppsummere og illustrere innvirkningen til de ulike budsjettdriverne på verdiestimatet presenteres resultatene i en Tornadoanalyse. Figur 11-15 presenterer de ulike sensitivitetene som vi har analysert i de foregående delkapitlene innenfor de gitte grenseverdiene.



Figur 11-15 Tornadoanalyse av budsjettdriverne i NRS sin innvirkning på verdiestimatet

11.6 Oppsummering verdiestimat og usikkerhet

Basert på sensitivitetsanalysene gjennomført ved hjelp av Crystal Ball og den utvidede analysen har vi fått bekreftet at det er en stor usikkerhet knyttet til verdiestimatet til NRS på kr 175,15. Den største usikkerheten knytter seg til budsjettdriverne på lang sikt og spesielt til driveren netto driftsmargin. Vi kom også frem til ved hjelp av Monte Carlo-simuleringen at

det er en 73,21% sannsynlighet for at verdien til NRS ligger innenfor intervallet på pluss/minus 20 %. Videre fant vi at konkurrisikoen er null hvilket tyder på at konkurrisikoen til BBB-ratingen kan anses å være korrekt da vi valgte å analysere det konkurjusterte estimatet. Risikoen kan være noe lavere enn estimatet på 0,26%, men ikke høyere.

De tre mest sensitive driverne i henhold til Crystal Ball var netto driftsmargin i steady state, driftsinntektsvekst på mellomlang sikt og egenkapitalbeta. Her fant vi noen andre resultater ved bruk av den utvidede analysen, spesielt knyttet til driftsinntektsveksten. Årsaken til de ulike resultatene er trolig de innlagte føringene knyttet til standardavvikene i Crystal Ball. Oppdrettsbransjen er en syklisk bransje og følgelig er den også preget av store standardavvik. Dette igjen kan medføre at analysen inkluderer ekstremverdier som vil påvirke resultatene. Med utgangspunkt i den utvidede analysen fant vi at budsjettdriverne netto driftsmargin på lang- og mellomlang sikt samt driftsinntektsveksten i steady state påvirker estimatet i størst grad. Funnene fra sensitivitetsanalysene stemmer godt med tidligere analyser knyttet til usikkerheten i utregnet verdiestimat og følgelig risikoen for feil i estimatet. I størst grad underbygger analysene sensitiviteten til horisontverdien og hvor avgjørende den er for estimatet.

Gjennomsnittlig verdiestimat funnet ved hjelp av Monte Carlo-simuleringen var kr 191,19 per aksje. Dette innebærer et verdiestimat på 16,04 kr høyere enn det fundamentale verdiestimatet på kr 175,15. Basert på usikkerheten til estimatet samt betydelige standardavvik knyttet til de ulike driverne velger vi å ikke oppjustere verdiestimatet til NRS på bakgrunn av Crystal Ball-analysen. Basert på funnene i dette kapitlet føler vi at usikkerheten knyttet til vårt estimat er såpass stort at vi mener det er hensiktsmessig å gjennomføre en supplerende verdivurdering.

12. Komparativ verdivurdering

Ettersom vi i kapittel 11 kom frem til at det er stor usikkerhet knyttet til verdiestimatet funnet ved den fundamentale metoden ønsker vi å gjennomføre en supplerende verdivurdering for å underbygge verdiestimatet vårt. Ved å sammenligne prising i forhold til komparative virksomheter eller eiendeler kan vi gjennomføre en komparativ verdivurdering. Den komparative verdivurderingsmetoden består av to modeller, multiplikatormodellen og substansverdimodellen. Vi har valgt å benytte multiplikatormodellen da denne og den fundamentale er de metodene som passer best basert på livssyklusfasen til NRS. Videre er multiplikatormodellen også den vurderingsmetoden som er mest benyttet i praksis. (Knivsflå, 2016q)

En av ulempen med multippelmodeller er at de er lett å ”manipulere”. Ved å utelate selskaper eller multipler kan verdsetteren påvirke verdien i en bestemt retning. Multippelmodellen har videre et kortsiktig fokus hvilket kan tale negativt for selskaper som har store verdier liggende i fremtidige kontantstrømmer. Dersom det derimot eksisterer en oppfatning i markedet om en positiv vekst i resultatet til selskapet vil dette reflekteres i multippelen og følgelig vil et kortsiktig fokus ikke utgjøre et problem. Til slutt er det også vanskelig å finne gode sammenlignbare selskaper hvilket øker usikkerheten for feil i verdiestimatet. (Kaldestad & Møller, 2016) Likevel er multippelmetoden enkel å gjennomføre da den baserer seg på markedets betalingsvilje og er mye brukt i praksis. Følgelig mener vi at denne passer godt som en supplerende metode.

Under gjennomføringen av en multippelvurdering tar vi utgangspunkt i tall fra resultatoppstillingen og balansen som vi videre multipliserer med en multippel. Deretter sammenlignes funnene med bransjen eller andre selskaper som er multiplisert med samme multipler for å finne verdiestimatet til virksomheten. (Kaldestad & Møller, 2016) Vi starter dermed med å fastsette hvilke multiplikatorer vi ønsker å benytte i verdivurderingen samt hvilke komparative selskaper vi skal sammenligne multiplikatorene med før vi regner ut multiplene.

12.1 Komparative selskaper

En av ulempene med multiplikatormodellen er at det kan være krevende å finne komparative selskaper. Verdivurderingsteknikken stiller strenge krav knyttet til størrelse, produktmiks og geografisk lokasjon. Da selskapene også må være børsnotert er det vanskelig å finne gode sammenlignbare virksomheter. (Kaldestad & Møller, 2016) I den fundamentale verdivurderingen har vi benyttet oss av fire komparative selskaper hvor Marine Harvest tydelig har dominert bransjegjennomsnittet grunnet størrelsen på selskapet. Ettersom virksomheten også produserer fôr og følgelig leverer en annen produktmiks enn NRS samt driver flere oppdrettsanlegg utenlands, har vi valgt å utelukke selskapet fra den komparative verdivurderingen. Vi mener at SalMar, Lerøy Seafood og Grieg Seafood danner et bedre sammenligningsgrunnlag for NRS ved bruk av multiplikatormodellen.

12.2 Multipler

Som tidligere nevnt kan verdien av egenkapitalen regnes ut både direkte og indirekte. Dermed kan multiplikatormodellen igjen deles inn i to metoder, egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Ved bruk av egenkapitalmetoden multipliseres egenkapitalverdimultipler med en basis for å estimere egenkapitalverdien til virksomheten. Basisen kan for eksempel være fortjeneste per aksje. Dersom en benytter selskapskapitalmetoden multipliseres en selskapsverdimultiplikator med en basis før gjelden per aksje fratrekkes. Hvilken metode som egner seg best avhenger av type basis og multipl. (Knivsflå, 2016q)

*Egenkapitalmetoden: $VEK = m_k * basis$*

$VEK = \text{verdien til egenkapitalen}, m_k = \text{multiplikatoren}$

*Selskapskapitalmetoden: $VEK = m_k * basis - gjeld$*

For å få en konsistent analyse samt et verdiestimat som er sammenlignbart med det fundamentale estimatet benytter vi de normaliserte og omgrupperte tallene utarbeidet i kapittel 5. Denne omgrupperingen og normaliseringen er gjennomført likt for både NRS og de komparative virksomhetene. Ved konsistent bruk reduserer vi risikoen for feilkilder og estimer. For å redusere sannsynligheten knyttet til misvisende multipler beregner vi både ett verdivektet snitt og ett gjennomsnitt av multiplene ved bruk av de ulike metodene. Følgelig

vil endelig verdierestimert per aksje representere et gjennomsnitt av de to ulike snittene. Vi skal også analysere de implisitte multiplene som er beregnet basert på tallene estimert i den fundamentale verdsettelsen.

Vi har valgt å analysere fire resultat- og kontantstrømorienterte multipler samt en balanseorientert multipl. I det påfølgende skal vi presentere de ulike multiplene samt tilhørende formler.

12.2.1 Pris/Salg-multiplikator

Pris/Salg-multiplikatoren ser på forholdet mellom pris per aksje og salgsinntekter per aksje. En fordel ved multiplikatoren er at forholdstallet er enkelt å bruke samt at dataen som benyttes til utregningen er lett å finne. Ulempen ved pris/salg-multiplikatoren og egenkapitalmultiplikatorer generelt er at de ikke tar hensyn til finansieringsstrukturen i selskapet. Ved å ignorere selskapet finansieringsstrukturen øker risikoen for feil i verdierestimert. (Dyrnes, 2004)

$$\frac{P}{S} = \frac{\text{Markedsverdi EK}}{\text{Driftsinntekter}}$$

P = pris, S = salg, EK = egenkapital

Ettersom Pris/Salg-multiplikatoren er en egenkapitalmultiplikator vil vi i utregningen benytte oss av egenkapitalmodellen. For å finne markedsverdien til egenkapitalen multipliserer vi aksjekursen med antall aksjer. Aksjekursen til NRS og de komparative selskapene er hentet 07.11.16 fra Yahoo Finance. (Yahoo Finance, 2016) I tabell 12-1 er utregningen av markedsverdien basert på aksjekursen presentert.

	NORWAY ROYAL SALMON	SALMAR	LERØY	GRIEG
Aksjekurs 07.11.16	179,50	268,30	433,20	73,50
Antall aksjer	43 572 191	113 299 999	59 577 368	111 662 000
Netto driftskapital	1 384 490	7 934 186	10 728 517	4 300 535
Netto finansiell gjeld	121 755	3 380 017	-14 524	1 905 569
Minoritetsinteresser	24 381	76 300	932 211	36 466
Markedsverdi	7 821 208	30 398 389	25 808 915	8 207 157

Tabell 12-1 Markedsverdien til de komparative selskapene basert på børskursen 07.11.16

Videre kan vi benytte markedsverdien til å beregne P/S-multiplene. Utregningen er presentert i tabell 12-2.

P/S	NORWAY ROYAL SALMON 12%	SALMAR 25%	LERØY 46%	GRIEG 17%	Vektet gjennomsnitt	Gjennomsnitt	Implisitt
Markedsverdi EK	7 821 208	30 398 390	25 808 916	8 207 157			
Driftsinntekter	4 298 146	9 208 446	16 481 509	6 185 969			
P/S	1,82	3,30	1,57	1,33	2,00	2,00	1,78

P/S	Vektet gjennomsnitt	Gjennomsnitt	Verdiestimat
Multiplikator	2,00	2,00	2,00
Driftsinntekter	4 298 146	4 298 146	4 298 146
Markedsverdi EK	8 582 929	8 610 779	8 596 854
Aksjer	43 572 191	43 572 191	43 572 191
Aksjekurs	196,98	197,62	197,30

Tabell 12-2 Verdiestimat til NRS basert på P/S-multiplikatoren

Som vi kan lese ut av tabellen trekker SalMar den gjennomsnittlige multipleringen opp. Dette skyldes en stor stigning i aksjeprisen til selskapet hvilket presser markedsverdien til egenkapitalen opp. Videre kan vi se i tabellen at Lerøy Seafood og Grieg Seafood har multipler som er noe lavere enn multipleringen til NRS på 1,82. Til slutt kan vi lese at den implisitte multiplering ligger på 1,78 hvilket beror på at verdiestimatet funnet ved den fundamentale metoden ligger under aksjekursen 07.11.2016.

Som tabellen viser blir verdien av egenkapitalen til NRS kr 197,30 ved bruk av P/S-multiplikatoren. Dette er en høyere verdi enn verdien vi fant ved hjelp av den fundamentale metoden. Det er imidlertid viktig å bemerke at P/S-verdien til en virksomhet vil svinge fra dag til dag ettersom markedsverdien til EK er beregnet ut ifra aksjeprisen en gitt dag. Følgelig vil det være viktig å benytte andre multipler sammen med P/S-multipleringen for å verdsette en virksomhet da det er stor usikkerhet knyttet til estimatet.

12.2.2 Pris/Fortjeneste-multiplikator

Pris/Fortjeneste-multiplikatoren er en av de mest brukte multiplene i praksis da den er enkel å bruke. Dersom en virksomhet har kommet i en stabil vekstfase kan resultatet ved bruk av P/E-multiplikatoren gi et godt estimat på kontantstrømmen til egenkapitalen. Ulempen med metoden er at den ignorerer sentrale faktorer i en verdivurdering som forskjeller i risiko og kapitalstruktur. Følgelig bør den benyttes som en sekundær multiplering. (Kaldestad & Møller, 2016)

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Markedsverdi EK}}{\text{Resultat etter skatt}}$$

$P = \text{pris}, E = \text{earnings}, EK = \text{egenkapital}$

P/E-multippelen er en egenkapitalmultiplikator da forholdstallet beregnes basert på egenkapitalverdien. Følgelig vil vi i de påfølgende utregningen benytte oss av egenkapitalmetoden. Resultatene av utregningene er presentert i tabell 12-3.

P/E	NORWAY ROYAL SALMON 12%	SALMAR 25%	LERØY 46%	GRIEG 17%	Vektet gjennomsnitt	Gjennomsnitt	Implisitt
Markedsverdi EK	7 821 208	30 398 390	25 808 916	8 207 157			
Resultat etter skatt	360 597	972 730	858 809	265 524			
P/E	21,69	31,25	30,05	30,91	29,51	28,48	17,40

P/E	Vektet gjennomsnitt	Gjennomsnitt	Verdiestimat
Multiplikator	29,51	28,48	28,99
Resultat etter skatt	360 597	360 597	360 597
Markedsverdi EK	10 641 247	10 268 126	10 454 686
Aksjer	43 572 191	43 572 191	43 572 191
Aksjekurs	244,22	235,66	239,94

Tabell 12-3 Verdiestimat til NRS basert på P/E-multiplikatoren

Ved bruk av P/E-metoden blir verdiestimatet til NRS kr 239,94. Dette verdiestimatet ligger 65kr høyere enn verdien vi fant ved den fundamentale metoden. Som vi kan se av tabellen skyldes dette at NRS har en lavere multippel enn de komparative selskapene og følgelig vil verdien til NRS øke. En annen årsak til den høye verdien er selskapenes resultat etter skatt. Som vi har analysert tidligere må 2016 anses som et toppår i oppdrettsbransjen og det kan dermed diskuteres om resultat etter skatt kan anses som unormalt høyt. Dersom dette er tilfellet kan multiplene være overvurdert og følgelig vil verdien beregnet ved hjelp av multippelen overvurderes. Som nevnt blir heller ikke risiko og kapitalforskjeller hensyntatt i dette estimatet hvilket igjen medfører at verdiestimatet kan overvurderes. Dermed vil det være viktig å analysere denne multiplikatoren sammen med flere for å få et helhetsbilde av verdien til NRS. Den implisitte multippelen ligger igjen under multippel til NRS som følge av aksjeprisen 07.11.2016.

12.2.3 EV/EBIT-multiplikator

EV/EBIT-multiplikatoren gir innsikt i virksomhetenes underliggende drift hvilket er nyttig for en investor. Selv om multiplikaen er nyttig i ulike sammenhenger må den anvendes sammen med flere multiplikatorer for å gi et helhetlig bilde av virksomheten da metoden ignorerer blant annet risiko. (Kaldestad & Møller, 2016)

$$\frac{EV}{EBIT} = \frac{\text{Markedsverdi EK} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat}}$$

EV = enterprise value, EBIT = earnings before interest and taxes, EK = egenkapital

For oppdrettsbransjen og NRS vil denne metoden være nyttig ettersom den gir innsikt i forholdet mellom selskapsverdien og driftsresultatet. Følgelig kan vi få innsikt i hva investorer er villig til å betale for de ulike virksomhetene i bransjen.

Vi skal først beregne EV/EBIT-multiplikatoren til NRS og de ulike virksomhetene før vi benytter det verdivektede snittet og gjennomsnittet til å finne verdien til egenkapitalen. Ettersom denne multiplikatoren er en selskapsverdmultiplikator må vi benytte oss av selskapsmetoden ved utregningen av verdiestimatet. I tabell 12-4 er utregningen av multiplene samt verdiestimatet presentert.

EV/EBIT	NORWAY ROYAL SALMON 12%	SALMAR 25%	LERØY 46%	GRIEG 17%	Vektet gjennomsnitt	Gjennomsnitt	Implisitt
Markedsverdi EK	7 821 208,28	30 398 389,73	25 808 915,82	8 207 157,00			
Bokført NFG	121 755	3 380 017	-14 524	1 905 569			
EV	7 942 963	33 778 406	25 794 392	10 112 726			
EBIT	687 092	2 705 403	2 569 576	794 974			
EV/EBITDA	11,56	12,49	10,04	12,72	11,30	11,70	11,28

EV/EBIT	Vektet gjennomsnitt	Gjennomsnitt	Verdiestimat
Multiplikator	11,30	11,70	11,50
EBIT	687 092	687 092	687 092
EV	7 764 741	8 039 840	7 902 290
Bokført NFG	121 755	121 755	121 755
Markedsverdi EK	7 642 986	7 918 085	7 780 536
Aksjer	43 572 191	43 572 191	43 572 191
Aksjekurs	175,41	181,72	178,57

Tabell 12-4 Verdiestimat til NRS ved bruk av EV/EBIT-multiplikatoren

Som vi kan lese ut ifra tabellen ligger multiplikaen til NRS, SalMar og Grieg på samme nivå, mens Lerøy har en litt lavere multiplikaen hvilket trekker snittet noe ned. Den implisitte multiplikatoren ligger tett opp til den børsbaserte hvilket taler for at verdiene ligger tett opp

mot hverandre. Dette stemmer godt med verdiesestimater på kr 178,57 hvilket er kun marginalt høyere enn estimatet vi kom frem til med den fundamentale metoden på kr 175,15.

12.2.4 EV/EBITDA-multiplikator

EV/EBITDA-multiplikatoren fokuserer i likhet med EV/EBIT på de underliggende verdien i selskapet. Videre måler metoden resultatet før avskrivninger hvilket medfører at forskjeller som kan oppstå grunnet ulik avskrivningsprofil og goodwill ekskluderes. Dersom et selskap har lite avskrivninger vil EV/EBIT- og EV/EBITDA-multiplikatorene gi forholdsvis likt estimat. Følgelig benyttes multiplikatoren mye til verdsettelse av driften i selskaper som har store avskrivninger. (Kaldestad & Møller, 2016) Ulempen med multiplikatoren er at selskapets reelle investeringsbehov ignoreres og følgelig kan det være hensiktsmessig å korrigere for dette slik at verdivurderingen blir mer presis. (Lederkilden)

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Markedsverdi EK} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat før amortisering}}$$

EV = enterprise value, EBITDA = earnings before interest, taxes, depreciation and amortization, EK = egenkapital

I likhet med EV/EBIT-multiplikatoren er EV/EBITDA en selskapsverdimultiplikator da forholdstallet anvender verdien av selskapet. I tabell 12-5 presenteres multiplikatorene samt verdiesestimater til NRS.

EV/EBITDA	NORWAY ROYAL SALMON 12%	SALMAR 25%	LERØY 46%	GRIEG 17%	Vektet gjennomsnitt	Gjennomsnitt	Implisitt
Markedsverdi EK	7 821 208,28	30 398 389,73	25 808 915,82	8 207 157,00			
Bokført NFG	121 755	3 380 017	-14 524	1 905 569			
EV	7 942 963	33 778 406	25 794 392	10 112 726			
EBITDA	750 628	3 058 266	3 071 615	604 367			
EV/EBITDA	10,58	11,04	8,40	16,73	10,76	11,69	10,33

EV/EBITDA	Vektet gjennomsnitt	Gjennomsnitt	Verdiesimat
Multiplikator	10,76	11,69	11,22
EBITDA	750 628	750 628	750 628
EV	8 074 068	8 774 305	8 424 187
Bokført NFG	121 755	121 755	121 755
Markedsverdi EK	7 952 313	8 652 550	8 302 432
Aksjer	43 572 191	43 572 191	43 572 191
Aksjekurs	182,51	198,58	190,54

Tabell 12-5 Verdiesimat til NRS basert på EV/EBITDA-multiplikatoren

Som vi kan lese ut ifra tabellen har NRS en marginalt lavere multiplikator enn SalMar. Lerøy og Grieg har henholdsvis en lavere og høyere multiplikator. Basert på EV/EBITDA-multiplikatoren får vi et gjennomsnittlig verdiestimat på kr 190,54. Dette er høyere en EV/EBIT-estimatet og følgelig er driften i NRS noe påvirket av avskrivninger. Videre ligger estimatet igjen over det fundamentale verdiestimatet. Som med tidligere multiplikatorer kan det diskuteres om verdiestimatet er noe overvurdert som følge av unormalt høye inntekter i 2016.

12.2.5 Pris/Bok-multiplikator

I likhet med Pris/Fortjeneste-multiplikatoren er Pris/Bok-metoden svært enkel å bruke. Resultatet av metoden kan gi innsikt i virksomhetens evne til verdiskapning og en høy P/B-ratio indikerer at virksomheten klarer å generere merverdier på selskapets eiendeler. Ved bruk av P/B-metoden er konsistent regnskapsføring viktig da to identiske virksomheter kan få ulike multiplikatorer grunnet for eksempel ulik avskrivningspraksis. (Kaldestad & Møller, 2016)

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Markedsverdi EK}}{\text{Bokførtverdi EK}}$$

P = pris, B = bok, EK = egenkapital

Ettersom metoden benytter egenkapitalverdien er dette en egenkapitalmultiplikator. Som med P/E-metoden tar denne multiplikatoren heller ikke hensyn til ulikheter i kapitalstrukturen til virksomhetene. Følgelig bør en vurdere om verdiestimatet skal beregnes ved bruk av selskapsmetoden som ser på kapitalstrukturen. (Knivsflå, 2016q) Vi kan enten justere multiplikatoren for ulikheter i kapitalstruktur og følgelig gjøre om multiplikatoren til en selskapsverdimultiplikator eller vi kan estimere egenkapitalverdien indirekte. Vi velger å benytte det siste alternativet slik at vi ikke øker risikoen for feil i verdiestimatet ved å foreta justeringer i kapitalstrukturen.

P/B-multiplikatoren og verdiestimatet til egenkapitalen er presentert i tabell 12-6. Verdien til egenkapitalen er utregnet indirekte ved å multiplisere P/B-multiplikatoren med netto driftskapital fratrukket minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld.

P/B	NORWAY ROYAL SALMON	SALMAR	LERØY	GRIEG	Vektet gjennomsnitt	Gjennomsnitt	Implisitt
	12%	25%	46%	17%			
Markedsverdi EK	7 821 208	30 398 390	25 808 916	8 207 157			
Bokført EK	1 238 354	4 477 870	9 810 830	2 358 500			
P/B	6,32	6,79	2,63	3,48	4,27	4,80	6,16

P/B	Vektet gjennomsnitt	Gjennomsnitt	Verdiestimat
Multiplikator	4,27	4,80	4,54
Bokført EK	1 238 354	1 238 354	1 238 354
Markedsverdi EK	5 290 461	5 948 704	5 619 582,40
Aksjer	43 572 191	43 572 191	43 572 191
Aksjekurs	121,42	136,53	128,97

Tabell 12-6 Verdiestimat til NRS basert på P/B-multiplikatoren

Her ser vi igjen at NRS og SalMar ligger på samme multiplikatornivå, mens Lerøy Seafood og Grieg Seafood trekker gjennomsnittet ned og følgelig aksjekursen ned. NRS får et verdiestimat på kr 128,97 hvilket ligger betydelig under tidligere funnet estimer. En av årsakene til det lave estimatet kan være nevnte problemer knyttet til trailingen av balansen. Bokført egenkapital er basert på verdier presentert i andre kvartal, mens markedsverdien på EK knytter seg til aksjekursen per 07.11.16. Etersom aksjen til NRS har vokst mye siden juli kan vi anta at det lave estimatet oppstår som følge av at bokført egenkapital er underestimert. Underestimeringen skyldes igjen en begrensning knyttet til det fundamentale rammeverket da vi ikke kan fore ta justeringer av balansen for de kommende kvartalene.

12.3 Endelig verdiestimat etter komparativ verdsettelse

Til slutt ønsker vi å presentere et endelig verdiestimat ved bruk av den komparative metoden. Dette verdiestimatet er basert på de fem ulike estimatene som vi har utarbeidet i de foregående delkapitlene og presentert i tabell 12-7.

	P/B	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/S	Gjennomsnitt
Verdiestimat	128,97	190,54	178,57	239,94	197,30	187,06

Tabell 12-7 Verdiestimat til NRS basert på den komparative metoden

Verdiene funnet ved multiplmetoden ligger i nærheten av verdiestimatet funnet ved den fundamentale metoden foruten P/B-verdien og P/E-verdien. Som nevnt tidligere kan vi få store svingninger i P-multiplene da disse baserer seg på aksjepriser og følgelig kan de ikke anvendes alene. Når vi sammenligner alle fem multiplverdien får vi et samlet komparativt verdiestimat på kr 187,06. Dette verdiestimatet er 6,8% høyere enn verdiestimatet funnet ved den fundamentale metoden og 4,2% høyere enn aksjekursen per 07.11.16 på kr 179,50 kr.

13. Konklusjon og handlingsstrategi

Ved hjelp av den fundamentale og den komparative verdivurderingsteknikken har vi gjennomført en verdsettelse av Norway Royal Salmon ASA. Vi skal nå oppsummere de viktigste funnene i analysen samt vekte de ulike verdiestimatene som vi har beregnet. Til slutt skal vi presentere vår anbefalte handlingsstrategi for aksjen.

13.1 Oppsummering av viktige funn

Utredningen vår startet med den fundamentale verdivurdering hvor målsetningen var å benytte de underliggende økonomiske forholdene i virksomheten til å estimere verdien av egenkapitalen. I kapittel 4 gjennomførte vi en strategisk analyse som besto av en ekstern bransjeorientert analyse og en intern ressursbasert analyse. Ved hjelp av analysene kom vi frem til at det eksisterer moderate muligheter for konkurransefordeler i oppdrettsbransjen. Videre fastsatte vi at NRS kun besitter ressurser som gir selskapet konkurranseparitet og følgelig har ikke virksomheten en varig superrentabilitet. Analysen viste også at det eksisterer vekstmuligheter både i oppdrettsbransjen og i NRS, men at mulighetene er styrt av konsesjonspolitikken og teknologiutviklingen i bransjen.

I kapittel 6 analyserte vi risikoen til NRS ved hjelp av likviditets- og soliditetsanalyser. Basert på funnene kunne vi konstatere at virksomheten og oppdrettsbransjen over analyseperioden har en syntetisk rating lik BBB. Videre analyserte vi de historiske avkastningskravene i kapittel 7 som vi så benyttet til å beregne virksomhetens strategiske fordeler og ulemper i kapittel 8. Basert på utregningen kunne vi fastsette at NRS over analyseperioden har hatt en strategisk fordel på 23,8% som skyldes en superrentabilitet i bransjen. Vi kom også frem til at det eksisterer en risiko for at de historiske kravene er underestimert og følgelig kan fordelen i selskapet være overvurdert.

I kapittel 9 og 10 utarbeidet vi NRS sitt fremtidsregnskap og tilhørende avkastningskrav. Disse resultatene ble så benyttet til å beregne det første verdiestimatet til NRS i kapittel 11. Verdiestimatet ble videre konvergere ved hjelp av verdivekter for å finne et sammenfallende estimat. Etter konvergeringsprosessen kom vi frem til at NRS sitt konkursjusterte verdiestimat basert på den fundamentale metoden er kr 175,15 per aksje. Vi analyserte så usikkerheten knyttet til estimatet og kom frem til at denne er høy. Dermed gjennomførte vi en komparativ

verdivurdering i kapittel 12 for få en mer solid vurdering av verdiestimatet. Ved hjelp av fem multipelmetoder kom vi frem til et komparativt verdiestimat på kr 187,06 per aksje.

13.2 Vekting av verdiestimatene

Ved bruk av den fundamentale og den komparative verdivurderingsteknikken fant vi to ulike verdiestimat på egenkapitalen til NRS. For å få et felles verdiestimat som vi kan benytte til en handlingsstrategi må vi følgelig vekte de ulike estimatene.

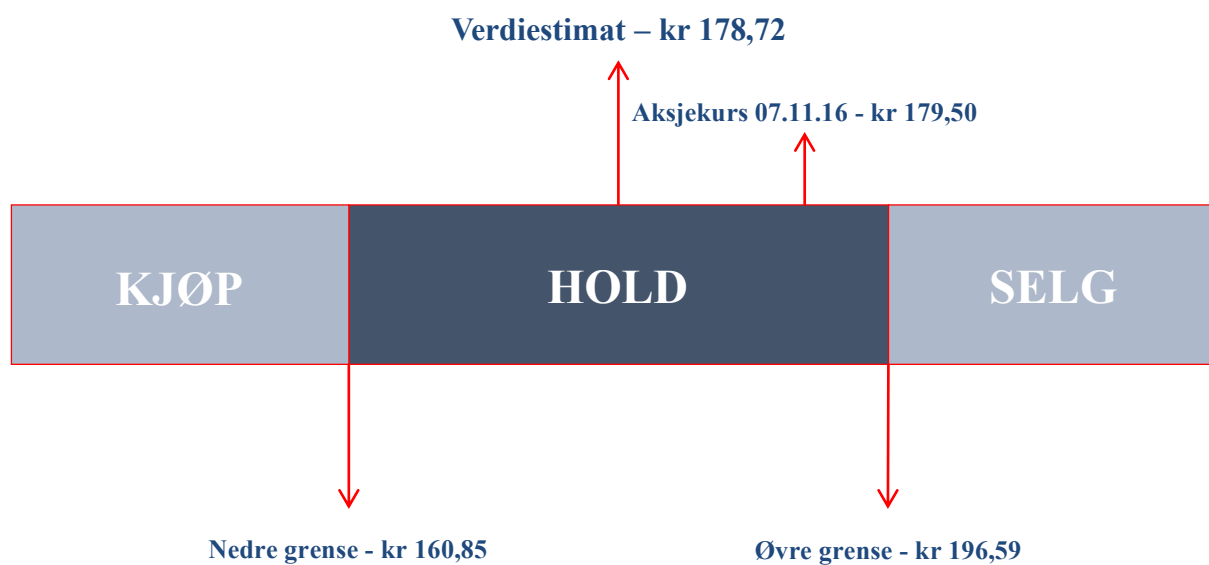
Den fundamentale verdivurderingsmetoden er vår hovedteknikk og følgelig mener vi det er naturlig å vektlegge denne tyngre enn den komparative metoden. En av ulempene med den fundamentale metoden er som tidligere nevnt alle subjektive beslutninger. Disse er med på å påvirke estimatet og kan potensielt over- eller undervurdere verdien i en virksomhet. Vi mener også at usikkerheten knyttet til kravene samt fremskrivingen av netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler øker usikkerheten knyttet til det fundamentale verdiestimatet. Som vist i kapittel 11 er det fundamentale estimatet svært utsatt for små endringer i innsatsfaktorene. Dermed mener vi det også er viktig å vektlegge det komparative estimatet.

Svakheten ved den komparative vurderingen er sammenligningsgrunnlaget. Ulikheter mellom de komparative selskapene er med på å svekke troverdigheten til estimatet. Videre påvirkes også den komparative verdivurderingen av endringer i aksjekursen. Som tidligere nevnt har kursen steget med over 50 kr fra vi startet med utredningen i august. Dermed har aksjekursen hatt en stor vekst de siste månedene og følgelig vil den komparative verdivurderingsteknikken kunne gi ulike estimat hver måned. Vi mener verdien funnet ved den komparative metoden er noe overvurdert og en verdi som er presset opp av unormalt høye laksepriser. Følgelig reflekterer ikke estimatet verdiene i selskapet. Dermed velger vi å vektlegge det fundamentale og det komparative verdiestimatet med henholdsvis 70% og 30%.

Basert på nevnte momenter blir vårt endelig verdiestimat på NRS per 07.11.2016 kr 178,72 per aksje. Aksjeprisen medfører et pris/bok-forhold på hele 6,28. Dette innebærer at NRS sitter på store merverdier utover den balanseførte egenkapitalen. Som diskutert i kapittel 12 er bokførtverdi predikert etter andre kvartal og følgelig må det antas at verdien kan være underestimert. Dermed er det stor sannsynlighet for at pris/bok-forholdet i realiteten er lavere.

13.3 Handlingsstrategi

Med bakgrunn i ett endelig verdiestimat på kr 178,72 per aksje kan vi nå utlede en handlingsstrategi for aksjen. For å håndtere usikkerheten knyttet til verdiestimatet har vi valgt en handlingsstrategigrense på pluss/minus 10% av estimatet. Dette medfører at hold-anbefalingen gjelder for intervallet [160,85, 196,59]. Aksjekursen til NRS er kr 179,50 per 07.11.2016 hvilket innebærer en hold-anbefaling. Helt til slutt oppsummerer figur 13-1 vår anbefalte handlingsstrategi for aksjen til Norway Royal Salmon ASA.



Figur 13-1 Handlingsstrategi

14. Referanseliste

14.1 Faglitteratur

- Barney, J. B. (2011). *Gaining and sustaining competitive advantage* (4th Edition. utg.). Boston: Pearson.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd Edition. utg.). Hoboken: Wiley.
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2016). *Verdivurdering: teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper* (2. utgave. utg.). Bergen: Fagbokforlaget.
- Penman, S. H. (2010). *Financial statement analysis and security valuation* (4th Edition. utg.). Boston, Mass: McGraw-Hill.

14.2 Forelesningsnotater

MRR413A: Regnskapsanalyse og verdivurdering v/Kjell Henry Knivsflå, Våren 2016

Knivsflå, K. H. (2016). *BUS440/MRR413A Regnskapsanalyse og verdivurdering*. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar.htm>

(2016a)	Forelesning 1	Introduksjon
(2016b)	Forelesning 2	Strategisk bransje – og selskapsanalyse
(2016c)	Forelesning 3	Regnskapsanalyse: Ramme, praktiske valg, rapporterte tall og trailing
(2016d)	Forelesning 4	Omgruppert resultat
(2016e)	Forelesning 5	Omgruppert balanse
(2016f)	Forelesning 6	Målefeil
(2016g)	Forelesning 8	Forholdstallanalyse: Ramme, analyse av risiko og syntetisk rating
(2016h)	Forelesning 9	Historisk avkastningskrav
(2016i)	Forelesning 10	Strategisk rentabilitetsanalyse
(2016j)	Forelesning 11	Analyse av driftsfordel
(2016k)	Forelesning 13	Ramme, analyse og fremskriving
(2016l)	Forelesning 14	Fremskriving av andre budsjett drivere
(2016m)	Forelesning 15	Fremtidskrav og analyse av strategisk fordel i fremtidsregnskapet
(2016n)	Forelesning 16	Fundamental verdivurdering: Egenkapitalmetoden
(2016o)	Forelesning 17	Fundamental verdivurdering: Selskapskapitalmetoden
(2016p)	Forelesning 18	Analyse av usikkerhet i verdiestimatet
(2016q)	Forelesning 21	Komparativ verdivurdering
(2016r)	Forelesning 22	Opsjonsbasert verdivurdering

14.3 Offentlige kilder

- Finansdepartementet. (2016, Oktober 6). *Skattesatser 2017*. Hentet November 4, 2016 fra Regeringen.no: <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2017/id2514837/>
- Finanskomiteen. (2016, Mai 10). *Innstilling fra finanskomiteen om en skattereform for omstilling og vekst*. Hentet November 4, 2016 fra Stortinget: <https://www.stortinget.no/globalassets/pdf/innstillinger/stortinget/2015-2016/inns-201516-273.pdf>
- Fiskeridepartementet. (2016). *Steril laks presterer på høyde med vanlig oppdrettslaks*. Hentet August 30, 2016 fra <http://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Nyheter/2016/0816/Steril-laks-presterer-paa-hoeyde-med-vanlig-oppdrettslaks>
- Fiskeridirektoratet. (2016a, April 14). *Grønne tillatelser*. Hentet August 30, 2016 fra Fiskeridirektoratet: <http://www.fiskeridir.no/iphone/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Kommersielle-tillatelser/Laks-oerret-og-regnbueoerret/Groenne-tillatelser>
- Fiskeridirektoratet. (2016b). *Oversikt over søknader om utviklingstillatelser*. Hentet August 31, 2016 fra Fiskeridirektoratet: <http://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Saertillatelser/Utviklingstillatelser/Soekere-antall-og-biomasse>

- Fiskeridirektoratet. (2015, Mai 26). *Settefisk*. Hentet August 30, 2016 fra Fiskeridirektoratet:
<http://www.fiskeridir.no/iphone/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Kommersielle-tillatelser/Laks-oerret-og-regnbueoerret/Settefisk>
- Fiskeridirektoratet. (2016c). *Tildelinger og tillatelser*. Hentet August 30, 2016 fra Fiskeridirektoratet:
<http://www.fiskeridir.no/iphone/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser>
- Fiskeridirektoratet. (2016d). *Utviklingsstillatelser*. Hentet August 30, 2016 fra Fiskeridirektoratet:
<http://www.fiskeridir.no/iphone/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Saertillatelser/Utviklingsstillatelser>
- Norges Bank. (2016a). *Inflasjon*. Hentet November 8, 2016 fra Norges Bank:
<http://www.norges-bank.no/Statistikk/Inflasjon/>
- Norges Bank. (2016c). *Statsobligasjoner årsgjennomsnitt*. Hentet Oktober 4, 2016 fra Norges Bank:
<http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Manedsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>
- Norges Bank. (2016b). *Statsobligasjoner månedsgjennomsnitt*. Hentet November 4, 2016 fra Norges Bank:
<http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Manedsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>
- Norges Bank. (2016d). *Styringsrenter*. Hentet September 1, 2016 fra Norges Bank:
<http://www.norges-bank.no/pengepolitikk/Styringsrenten/>
- Nærings- og fiskeridepartementet. (2005). *Akvakulturloven*. Hentet August 30, 2016 fra Lovdata:
<https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-06-17-79/>
- Nærings- og fiskeridepartementet. (2015). *Forutsigbar og miljømessig bærekraftig vekst i norsk lakse- og ørretoppdrett*. Hentet September 7, 2016 fra Regjeringen.no:
<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld.-st.-16-2014-2015/id2401865/?ch=6>
- Nærings- og fiskeridepartementet. (2004). *Laksetildelingsforskriften*. Hentet August 30, 2016 fra Lovdata:
<https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2004-12-22-1798>
- Statistisk sentralbyrå. (2016a, Juni 2). *Akvakultur 2015, foreløpige tall*. Hentet September 7, 2016 fra Statistisk sentralbyrå: <https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/statistikker/fiskeoppdrett/aar-forelopige/2016-06-02>
- Statistisk sentralbyrå. (2016b). *Eksport av laks*. Hentet September 8, 2016 fra Statistisk sentralbyrå:
<https://www.ssb.no/statistikkbanken/SelectVarVal/Define.asp?MainTable=EksLaksUke&KortNavnWeb=laks&PLanguage=0&checked=true>
- Statistisk sentralbyrå. (2012). *Mindre eksport til Kina, men mer laks*. Hentet September 8, 2016 fra <http://www.ssb.no/utenriksokonomi/artikler-og-publikasjoner/mindre-eksport-til-kina-men-mer-laks>
- Utenriksdepartementet. (2013, Januar 9). *Rekordeksport av norsk fisk til Russland*. Hentet September 8, 2016 fra Ambassaden i Moskva: <http://www.norvegia.ru/Norsk/events/Rekordeksport-av-norsk-fisk-til-Russland/#.V9E-QTfUZhJ>

14.4 Selskapsinformasjon og årsrapporter

Årsrapporter (2010-2015) og kvartalsrapporter for 2016 (Q1-Q2) er hentet fra hjemmesiden til selskapet:

- Grieg Seafood ASA: <http://www.griegseafood.no/invest/rapporter/>
 Lerøy Seafood ASA: <https://www.leroyseafood.com/no/Investor/Forside/>
 Marine Harvest ASA: <http://www.marineharvest.no/investor/landing-page/>
 Norway Royal Salmon ASA: <http://norwayroyalsalmon.com/no/investor/Finansielle-rapporter>
 SalMar ASA: <http://www.salmar.no/siste-rapporter>

- Grieg Seafood ASA. (2015). *Årsrapport 2015*. Bergen: Grieg Seafood ASA.
 Grieg Seafood ASA. (2016). *Matsikkerhet*. Hentet September 3, 2016 fra <http://www.griegseafood.no/produksjon/matsikkerhet/>
- Lerøy Seafood Group ASA. (2015). *Årsrapport 2015*. Bergen: Lerøy Seafood Group ASA.
 Lerøy Seafood Group ASA. (2016a). *Om Lerøy*. Hentet August 31, 2016 fra Lerøy: <https://www.leroyseafood.com/no/Investor/Om-Leroy/>
- Lerøy Seafood Group ASA. (2016b). *Verdikjeden*. Hentet August 31, 2016 fra Lerøy: <https://www.leroyseafood.com/no/Investor/Om-Leroy/Verdikjeden/>
- Marine Harvest ASA. (2015). *Årsrapport 2015*. Marine Harvest ASA.
 Marine Harvest ASA. (2016a). *Om oss*. Hentet August 31, 2016 fra Marine Harvest: <http://www.marineharvest.no/about/norges-storste>

- Marine Harvest ASA. (2016b, Juni 23). *Salmon Farming Industry Handbook*. Hentet August 29, 2016 fra Marine Harvest: <http://www.marineharvest.com/globalassets/investors/handbook/2016-salmon-industry-handbook-final.pdf>
- Norway Royal Salmon ASA. (2013). *Årsrapport 2013*. Trondheim: Norway Royal Salmon ASA.
- Norway Royal Salmon ASA. (2015). *Årsrapport 2015*. Trondheim: Norway Royal Salmon ASA.
- Norway Royal Salmon ASA. (2016a). *Fremtiden ligger i havet*. Hentet September 16, 2016 fra Norway Royal Salmon: <http://norwayroyalsalmon.com/no/Baerekraft>
- Norway Royal Salmon ASA. (2016b). *Grønne konsesjoner*. Hentet August 30, 2016 fra Norway Royal Salmon: <http://norwayroyalsalmon.com/no/Gronne-konsesjoner>
- Norway Royal Salmon ASA. (2016c). *Kvartalsrapport Q2-2016*. Trondheim: Norway Royal Salmon ASA.
- Norway Royal Salmon ASA. (2016d, Mars 18). *Norway Royal Salmon og Aker med fremtidens offshoreoppdrett*. Hentet August 30, 2016 fra Norway Royal Salmon: <http://norwayroyalsalmon.com/no/Norway-Royal-Salmon-og-Aker-med-fremtidens-offshoreoppdrett>
- SalMar ASA. (2015). *Årsrapport 2015*. Frøya: SalMar ASA.
- SalMar ASA. (2016a). *SalMar i dag*. Hentet August 31, 2016 fra SalMar: <http://www.salmar.no/salmar-i-dag>
- SalMar ASA. (2016b). *Våre virksomhetsområder*. Hentet August 31, 2016 fra SalMar: <http://www.salmar.no/vare-virksomhetsomrader>

14.5 Andre kilder

- Aquaculture Stewardship Council. (2016). *Vision and Mission*. Hentet September 18, 2016 fra <http://www.asc-aqua.org/index.cfm?act=tekst.item&iid=2&iids=46&lng=1>
- Asche, F., & Tveterås, R. (2011). *En kunnskapsbasert sjømatnæring*. Hentet September 1, 2016 fra [http://web.bi.no/forskning/papers.nsf/0/7eeb9a1b68820278c125790300427fea/\\$FILE/2011-08-Asche&Tveteras.pdf](http://web.bi.no/forskning/papers.nsf/0/7eeb9a1b68820278c125790300427fea/$FILE/2011-08-Asche&Tveteras.pdf)
- Dahl, G. A. (u.d.). *Avkasting på sysselsatt kapital*. Hentet November 15, 2016 fra Leder Kilden: <https://www.lederkilden.no/tema/avkastning-pa-sysselsatt-kapital>
- Dahl, G. A. (u.d.). *Belåningsreserve i %*. Hentet Oktober 20, 2016 fra https://www.lederkilden.no/tema/okonomi_og_rapportering/regnskap-analyse/belaningsreserve-i-
- Dahl, G. A. (u.d.). *Likviditetsreserve i %*. Hentet Oktober 20, 2016 fra <https://www.lederkilden.no/tema/likviditetsreserve-i->
- Damodaran, A. (2016, Januar 5). *Annual Returns on Stock, T.Bonds and T.Bills: 1928 - Current*. Hentet November 4, 2016 fra Damodaran online: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html
- Damodaran, A. (2015, Desember 18). *Damodaran Online*. Hentet Oktober 28, 2016 fra The Compressed Tech Life Cycle: The Managerial Challenge: <http://aswathdamodaran.blogspot.no/2015/12/the-compressed-tech-life-cycle.html>
- Dyrnes, S. (2004). *Verdsettelse ved bruk av multiplikatorer*. Hentet November 5, 2016 fra Lederkilden: <https://www.lederkilden.no/tema/finans/verdivurdering/verdsettelse-ved-bruk-av-multiplikatorer>
- European Commission. (2011). *International Accounting Standard 1*. Hentet Oktober 9, 2016 fra Banking and finance: http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/docs/consolidated/ias1_en.pdf
- Fish AS. (2009). *Kan eller vil vi lære av Chile?* Hentet Oktober 12, 2016 fra <http://www.fish.no/meninger/941-kan-eller-vil-vi-lare-av-chile.html>
- Fish Pool. (2016a). *Forward price history*. Hentet November 7, 2016 fra Fish Pool: <http://fishpool.eu/price-information/forward-prices-3/forward-closing-prices-history/>
- Fish Pool. (2016b). *Forward prices*. Hentet November 8, 2016 fra Fish Pool: <http://fishpool.eu/price-information/forward-prices-3/>
- Fish Pool. (2016c). *Price history – weekly, monthly and annual average*. Hentet November 10, 2016 fra Fish Pool: <http://fishpool.eu/price-information/spot-prices/history/>
- Fiskeri - og havbruksnæringens forskningsfond. (2016). *Markedsadgang for laks: En sammenligning av Norge, Chile og Skottlands frihandelsavtaler*. Hentet September 2, 2016 fra <http://www.fhf.no/prosjektdetaljer/?projectNumber=901170>
- FN. (2015). *World population projected to reach 9.7 billion by 2050*. Hentet September 16, 2016 fra <http://www.un.org/en/development/desa/news/population/2015-report.html>
- Gustavsson, M. (2012). *Hvorfor ble krisen så mild i Norge? Minerva*.
- Guttormsen, A. (2013). *Hva påvirker laksepriser*. Hentet September 8, 2016 fra <http://www.europharma.no/downloads/lofotseminar/presentasjoner/Guttormsen.pdf>
- iLaks. (2014a, Januar 22). *Grønn revolusjon*. Hentet September 16, 2016 fra iLaks: <http://ilaks.no/gronn-revolusjon/>

- iLaks. (2016, Januar 5). *Laks og ørret for 50 milliarder i 2015*. Hentet September 8, 2016 fra iLaks: <http://ilaks.no/laks-og-orret-for-50-milliarder-i-2015>
- iLaks. (2014b, August 6). *Russisk importstopp: – Gjelder alle produkter, deriblant laks*. Hentet September 8, 2016 fra iLaks: <http://ilaks.no/russisk-importstopp-gjelder-alle-produkter-deriblant-laks/>
- Kalvøy, O., & Tveterår, R. (2006). Den integrerte oppdrettsnæringen. *Samfunnsøkonomene - Månedsmagasinet*, 25-32.
- Laksefakta. (2016a). *Hvorfor rømmer laksen?* Hentet August 31, 2016 fra <https://laksefakta.no/laks-og-miljo/romming>
- Laksefakta. (2016b). *Norsk Havbruks historie*. Hentet August 29, 2016 fra Laksefakta: <https://laksefakta.no>
- Lederkilden. (u.d.). *EV/EBITDA*. Hentet Desember 9, 2016 fra Lederkilden: <https://www.lederkilden.no/oppslag/ordliste/ev-ebitda>
- Lusedata. (u.d.). *Om Lakselus*. Hentet August 31, 2016 fra Lusedata: <http://lusedata.no/om-lakselus/>
- Mattilsynet. (2016a). *Lakselusrapport: Våren 2016*. Mattilsynet.
- Mattilsynet. (2016b, November 3). *Oversikt over lokaliteter som har fått varsel eller endelig vedtak om redusert produksjon p.g.a. langvarige lakselusproblemer*. Hentet November 4, 2016 fra Mattilsynet: http://www.mattilsynet.no/fisk_og_akvakultur/fiskehelse/fiske_og_sjellssykdommer/lakselus/oversikt_over_lokaliteter_som_har_faatt_varsel_eller_endelig_vedtak_om_reduisert_produksjon_pga_langvarige_lakselusproblemer.18040
- Mattilsynet. (2013, August 12). *Slakting av fisk*. Hentet August 29, 2016 fra Mattilsynet: http://www.mattilsynet.no/fisk_og_akvakultur/akvakultur/slakting_av_fisk/
- Nesfossen Smolt AS. (u.d.). *Laksens livssyklus - fra rogn til matfisk*. Hentet August 29, 2016 fra Nesfossen Smolt: <http://www.nesfossen.no/?PageID=143&ItemID=87>
- Nofima. (2015). *Kostnadsdrivere i lakseoppdrett*. Hentet September 3, 2016 fra http://www.kontali.no/%5Cpublic_files%5Cdocs%5CRapport_nr_41-2015_-_Kostnadsdrivere_i_lakseoppdrett.pdf
- Nofima. (2016a, Juli). *Markedsadgang for laks*. Hentet Oktober 10, 2016 fra Nofima: <https://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/id/433138/Rapport+24-2016.pdf>
- Nofima. (2016b, Mai). *Valutaeffekter i norsk sjømatindustri*. Hentet September 1, 2016 fra Nofima: <https://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/handle/11250/2394842/Rapport%2b23-2016.pdf?sequence=3&isAllowed=y>
- Norges sjømatråd. (2015a, April 17). *Enighet med Kina om attestkrav på laks*. Hentet September 8, 2016 fra Norges sjømatråd: <http://www.seafood.no/Markedsinnsikt/Markedsadgang/Nyheter/Enighet-med-Kina-om-attestkrav-pa-laks>
- Norges sjømatråd. (2015b). *Nordmenn omfavner sushi*. Hentet September 19, 2016 fra Norges sjømatråd: <http://www.seafood.no/Nyheter-og-media/Nyhetsarkiv/Nordmenn-omfavner-sushi>
- Norges sjømatråd. (2016a). *Laks og ørret for 50 milliarder i 2015*. Hentet August 29, 2016 fra Norges sjømatråd: <http://www.seafood.no/Nyheter-og-media/Nyhetsarkiv/Pressemeldinger/Laks-og-orret-for-50-milliarder-i-2015>
- Norges sjømatråd. (2016b). *Nøkkeltall*. Hentet September 8, 2016 fra Norges sjømatråd: <http://www.seafood.no/Nyheter-og-media/Nøkkeltall2>
- Norges sjømatråd. (2016c). *Laks*. Hentet September 21, 2016 fra Norges sjømatråd: <http://www.godfisk.no/Sjømatskolen/Fakta-om-fisk-og-skalldyr/Laks>
- Oslo Børs ASA. (2016b). *Norway Royal Salmon*. Hentet September 9, 2016 fra Oslo Børs: <http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/NRS.OSE/overview>
- Oslo Børs ASA. (2016a, August 24). *Norway Royal Salmon ASA: Utvidet børsmelding - Kjøp av aksjer i Arctic Fish*. Hentet August 30, 2016 fra Oslo Børs: <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=407950>
- Oslo Børs. (2016c). *Nibor 3 month*. Hentet Oktober 4, 2016 fra Oslo Børs: <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/NIBOR3M.NIBOR/overview>
- PwC. (2015). *Risikopremien i det norske markedet 2015*. Oslo: PricewaterhouseCoopers AS.
- Teknologirådet. (2012). *Fremtidens lakseoppdrett*. Oslo: Teknologirådet.
- The World Bank Group. (2016a). *GDP growth (annual %)*. Hentet November 8, 2016 fra The World Bank: <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?end=2015&start=1961&view=chart>
- The World Bank Group. (2016b). *Inflation, consumer prices (annual %)*. Hentet November 8, 2016 fra The World Bank: <http://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG>
- The World Bank Group. (2016c). *Norway*. Hentet November 8, 2016 fra The World Bank: <http://www.worldbank.org/en/country/norway>
- Universitetet i Stavanger. (2013, Juli 4). *Laksen puster kyllingen i nakken*. Hentet September 22, 2016 fra forskning.no: <http://forskning.no/fisk-oppdrett-mat-forbruk/2013/06/laksen-puster-kyllingen-i-nakken>

- Vitenskapelig råd for lakseforvaltning. (2016, Juni 28). *Status for norske laksebestander i 2016*. Hentet August 31, 2016 fra Vitenskapelig råd for lakseforvaltning:
<http://www.vitenskapsradet.no/Nyheter/Nyhetsartikkel/ArticleId/4091/Status-for-norske-laksebestander-i-2016-1>
- WWF. (u.d.). *Rømt fisk og introduserte arter*. Hentet August 31, 2016 fra WWF:
http://www.wwf.no/dette_jobber_med/hav_og_kyst/havbruk/romt_fisk_og_introduserte_arter/
- Yahoo Finance. (2016). *Norway Royal Salmon AS (NRS.OL)*. Hentet Oktober 15, 2016 fra Yahoo Finance:
<https://finance.yahoo.com/quote/NRS.OL?p=NRS.OL>

15. Figur- og tabelloversikt

15.1 Figuroversikt

Figur 2-1 Verdikjeden i oppdrettsbransjen	13
Figur 2-2 Eksport av laks til ulike regioner	16
Figur 2-3 10 største eksportmarkeder for laks	16
Figur 2-4 Prisutvikling fersk og frossen laks, 01.01.10 - 07.11.16.....	17
Figur 2-5 Selskapsstrukturen i Norway Royal Salmon ASA.....	24
Figur 2-6 Verdikjeden til NRS.....	25
Figur 2-7 Kursutviklingen til NRS siden børsnoteringen, 29.03.11-07.11.16.....	27
Figur 2-8 Markedssituasjonen til oppdrettsnæringen i Norge basert på antall tonn sløyd fisk i 2015	31
Figur 3-1 Livssyklusmodellen til Damodaran	40
Figur 3-2 Rammeverk fundamental verdsettelse	41
Figur 4-1 Rammeverk PESTEL-analyse	44
Figur 4-2 Rammeverk Porters modell om de fem kreftene	50
Figur 4-3 Oppsummering av den strategiske analysen i en SWOT-modell	63
Figur 5-1 Rammeverk regnskapsanalyse	65
Figur 5-2 Fordeling av fullstendig netto resultat	77
Figur 5-3 Sammenhengen mellom postene i balansen og resultatet før skatt	77
Figur 5-4 Omgruppering av balansen fra kreditororientert til investororienter.....	83
Figur 5-5 Omgruppering fra total kapital til sysselsatt kapital	85
Figur 5-6 Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital.....	86
Figur 5-7 Rammeverk for forholdstallanalyse.....	93
Figur 6-1 Likviditetsgrad 1 til NRS i perioden 2011-2016T	97
Figur 6-2 Likviditetsgrad 2 - utradisjonell - til NRS i perioden 2011-2016T	98
Figur 6-3 Likviditetsgrad 2 - Quick ratio/Acid test - til NRS i perioden 2011-2016T	99
Figur 6-4 Finansiell gjeldsdekningsgrad til NRS i perioden 2011-2016T.....	100
Figur 6-5 Rentedekningsgrad til NRS i perioden 2011-2016T.....	101
Figur 6-6 Belåningsreserve til NRS i perioden 2011-2016T	105
Figur 6-7 Likviditetsreserve til NRS i perioden 2011-2016T.....	106
Figur 6-8 Egenkapitalprosent til NRS i perioden 2011-2016T.....	108
Figur 6-9 Netto driftsrentabilitet til NRS i perioden 2011-2016T.....	109
Figur 7-1 Avkastningen til NRS i perioden mars 2011 - november 2016	119
Figur 8-1 Egenkapitalrentabilitet og -krav til NRS i perioden 2011-2016T.....	133
Figur 8-2 Rammeverk for strategisk drifts- og finansieringsanalyse.....	136
Figur 8-3 Fordeling av driftsinntektene i NRS i perioden 2011-2016T	138
Figur 8-4 Omløpet til netto driftseiendeler til NRS i perioden 2011-2016T	148
Figur 8-5 Driftsinntekter per kilo, oppdrettsavdelingen til NRS relativt til bransjen i perioden 2011 til 2016T	149
Figur 8-6 Netto driftseiendeler per kilo, oppdrettsavdelingen i perioden 2011-2016T	149
Figur 8-7 Utvikling i finansielt gjeldskrav og -rente til NRS i perioden 2011-2016T	154
Figur 8-8 Utvikling i finansielt eiendelskrav og -rentabilitet til NRS i perioden 2011-2016T	155
Figur 8-9 Utvikling i finansielt minoritetskrav og -rentabilitet til NRS i perioden 2011-2016T	157
Figur 8-10 Oppsummering lønnsomhetsanalyse av NRS i perioden 2011-2016T	159
Figur 9-1 Rammeverk for fremtidsregnskap.....	160
Figur 9-2 Driftsinntektsveksten til NRS i perioden 2011-2016T	161

Figur 9-3 Fullsteding egenkapitalvekst til NRS i perioden 2011-2016T	162
Figur 9-4 Driftsinntektsvekst til NRS i perioden 2011-2030	170
Figur 9-5 Omløpet til netto driftseiendeler til NRS i perioden 2011-2030	172
Figur 9-6 Netto driftsmargin til NRS i perioden 2011-2030	174
Figur 9-7 Finansiell gjeldsdel til NRS i perioden 2011-2030	175
Figur 9-8 Finansiell eiendelsdel til NRS i perioden 2011-2030	176
Figur 11-1 Konvergeringsprosessen til NRS, steg 0 til steg 12	199
Figur 11-2 Konvergering sysselsatt kapitalkrav til NRS	200
Figur 11-3 Konvergering netto driftskrav til NRS	201
Figur 11-4 Konvergering egenkapitalkrav til NRS	201
Figur 11-5 Monte Carlo-simulering av verdiestimatet per aksje til NRS i NOK	208
Figur 11-6 Nedsiderisikoen til NRS fra Monte Carlo-simuleringen	211
Figur 11-7 Oppsidepotensialet til NRS fra Monte Carlo-simuleringen	211
Figur 11-8 Påvirkningen til driftsinntekstveksten på kort sikt	213
Figur 11-9 Påvirkning til driftsinntekstveksten på mellomlang- og lang sikt	213
Figur 11-10 Påvirkningen til netto driftsmargin på kort sikt	214
Figur 11-11 Påvirkningen til netto driftsmargin på mellomlang- og lang sikt	214
Figur 11-12 Påvirkningen til omløpet til netto driftseiendeler på kort- og mellomlang sikt	215
Figur 11-13 Påvirkningen til omløpet til netto driftseiendeler på lang sikt	216
Figur 11-14 Påvirkningen til egenkapitalbetaen på lang sikt	216
Figur 11-15 Tornadoanalyse av budsjettdriverne i NRS sin innvirkning på verdiestimatet	217
Figur 13-1 Handlingsstrategi	230

15.2 Tabelloversikt

Tabell 2-1 Nøkkeltall, Norway Royal Salmon ASA	26
Tabell 2-2 Nøkkeltall, Marine Harvest ASA	28
Tabell 2-3 Nøkkeltall, SalMar ASA	29
Tabell 2-4 Nøkkeltall, Lerøy Seafood Group ASA	29
Tabell 2-5 Nøkkeltall, Grieg Seafood ASA	30
Tabell 4-1: Oppsummering av resultatet fra Porters modell om de fem kreftene	56
Tabell 4-2: VRIO-analyse	57
Tabell 4-3: Oppsummering av resultatet fra VRIO-analysen	63
Tabell 5-1 Tabulert resultatregnskap til NRS i perioden 2010-2016T, unormale poster er markert med grått	68
Tabell 5-2 Balansen til NRS i perioden 2010-2016T	69
Tabell 5-3 Endringen i egenkapitalen til NRS i perioden 2010-2016T	70
Tabell 5-4 Utrekningen av trailingen i resultatregnskapet til NRS i 2016T	75
Tabell 5-5 Fullstendig nettoresultat til NRS i perioden 2010-2016T	76
Tabell 5-6 Fullstendig drifts- og finansresultat til NRS i perioden 2010-2016T	78
Tabell 5-7 Unormalt finansresultat til NRS i perioden 2010-2016T	80
Tabell 5-8 Unormalt finansresultat til NRS i perioden 2010-2016T	80
Tabell 5-9 Driftsskattesatsen til NRS i perioden 2010-2016T	81
Tabell 5-10 Fordeling av skattekostnadene til NRS i perioden 2010-2016T	81
Tabell 5-11 Sysselsatt kapital til NRS i perioden 2010-2016T	86
Tabell 5-12 Netto driftskapital til NRS i perioden 2010-2016T	87
Tabell 5-13 Omgruppert kontantstrøm til NRS i perioden 2010-2016T	87
Tabell 5-14 Effekt av målefeiljustering i resultatregnskapet til NRS i perioden 2010-2016T	90
Tabell 5-15 Effekt av målefeiljustering i balansen til NRS i perioden 2010-2016T	90
Tabell 5-16 Omgruppert og justert resultatregnskap for NRS i perioden 2010-2016T	91
Tabell 5-17 Omgruppert og justert balanse for NRS i perioden 2010-2016T	91
Tabell 5-18 Endring i egenkapitalen til NRS etter omgruppering og justering i perioden 2010-2016T	92
Tabell 5-19 Vekting av de ulike årene i analyseperioden	94
Tabell 6-1 Vekting av de ulike virksomhetene i bransjen i perioden 2011-2016T	95
Tabell 6-2 Kontantstrømmen til NRS i perioden 2010-2016T	103
Tabell 6-3 Prosentvis dekning av de ulike eiendelspostene	105
Tabell 6-4 Kapitalstrukturen til NRS i 2016T i absolutte verdier	110
Tabell 6-5 Kapitalstrukturen til NRS i 2016T i prosent	110
Tabell 6-6 Kapitalstrukturen til bransjegjennomsnittet i 2016T i prosent	111

Tabell 6-7 Syntetisk rating basert på rammeverket til Knivsflå	112
Tabell 6-8 Syntetisk rating til NRS i perioden 2011-2016T	112
Tabell 6-9 Syntetisk rating til bransjen i perioden 2011-2016T	112
Tabell 7-1 Risikofrirente i perioden 2011-2016T	117
Tabell 7-2 Markedsrisikopremien i perioden 2011-2016T	117
Tabell 7-3 Regresjonsanalyse av NRS og OSEBX i perioden mars 2011 - november 2016	119
Tabell 7-4 Justerte betaverdier til selskapene i bransjegjennomsnittet	119
Tabell 7-5 Kredittisikopremie basert på syntetisk rating	121
Tabell 7-6 Finansielt gjeldskrav til NRS i perioden 2011-2016T	121
Tabell 7-7 Finansielt eiendelskrav til NRS i perioden 2011-2016T	123
Tabell 7-8 Netto finansielt gjeldskrav til NRS i perioden 2011-2016T	124
Tabell 7-9 Finansiell gjeldsbeta til NRS i perioden 2011-2016T	125
Tabell 7-10 Finansiell gjeldsbeta til NRS i perioden 2011-2016T	126
Tabell 7-11 Netto finansiell gjeldsbeta til NRS i perioden 2011-2016T	126
Tabell 7-12 Netto finansiell gjeldsbeta til NRS i perioden 2011-2016T	127
Tabell 7-13 Egenkapital- og minoritetskrav til NRS i perioden 2011-2016T	128
Tabell 7-14 Netto driftskrav til NRS i perioden 2011-2016T	128
Tabell 7-15 Sysselsatt kapitalkrav til NRS i perioden 2011-2016T	129
Tabell 7-16 Oppsummering historiske avkastningskrav til NRS i perioden 2011-2016T	129
Tabell 8-1 Utviklingen i egenkapitalrentabiliteten til NRS i perioden 2011-2016T	132
Tabell 8-2 Strategisk fordel til NRS i perioden 2011-2016T	132
Tabell 8-3 Ekstern bransjefordel i perioden 2011-2016T	134
Tabell 8-4 Rentabilitetsfordel til NRS i perioden 2011-2016T	134
Tabell 8-5 Egenkapitalkravfordel til NRS i perioden 2011-2016T	135
Tabell 8-6 Oppsummering strategisk fordel til NRS i perioden 2011-2016T	136
Tabell 8-7 Strategisk driftsfordel til NRS i perioden 2011-2016T	140
Tabell 8-8 Driftsfordelen i bransjen i perioden 2011-2016T	140
Tabell 8-9 Netto driftskravfordelen til NRS i perioden 2011-2016T	141
Tabell 8-10 Rentabilitetsfordel i drift til NRS i perioden 2011-2016T	141
Tabell 8-11 Marginfordel til NRS i perioden 2011-2016T	143
Tabell 8-12 Common size-analyse av NRS i perioden 2011-2016T	143
Tabell 8-13 Kostnadsnivået til NRS relativt til bransjen i perioden 2011-2016T	144
Tabell 8-14 Fordeling av kostnader i oppdrettsavdelingen til NRS i perioden 2011-2016T	144
Tabell 8-15 Omløpsfordelen til NRS i perioden 2011-2016T	147
Tabell 8-16 Omløpsfordelen til oppdrettsavdelingen i NRS i perioden 2011-2016T	148
Tabell 8-17 Driftsinntekter per kilo, oppdrettsavdelingen til NRS i perioden 2011-2016T	148
Tabell 8-18 Netto driftseiendeler per kilo, oppdrettsavdelingen til NRS relativt til bransjen	149
Tabell 8-19 Oppsummering strategisk driftsfordel til NRS i perioden 2011-2016T	150
Tabell 8-20 Gearingfordel til NRS i perioden 2011-2016T	151
Tabell 8-21 Oppsummering driftsfordelen til NRS i perioden 2011-2016T	152
Tabell 8-22 Finansieringsfordel finansiell gjeld til NRS i perioden 2011-2016T	153
Tabell 8-23 Finansieringsfordel finansielle eiendeler til NRS i perioden 2011-2016T	155
Tabell 8-24 Finansieringsfordel netto finansiell gjeld til NRS i perioden 2011-2016T	156
Tabell 8-25 Finansieringsfordel minoritetsinteresser til NRS i perioden 2011-2016T	157
Tabell 8-26 Oppsummering finansieringsfordel til NRS i perioden 2011-2016T	158
Tabell 8-27 Oppsummering lønnsomhetsanalyse av NRS i perioden 2011-2016T	158
Tabell 8-28 Strategisk fordel til NRS i perioden 2011-2016T	159
Tabell 9-1 Normalisert egenkapitalvekst til NRS i perioden 2011-2016T	163
Tabell 9-2 Driftsinntektsveksten til NRS i perioden 2017-2030	170
Tabell 9-3 Netto driftseiendeler til NRS i perioden 2017-2030	172
Tabell 9-4 Utregning av netto driftsresultat for NRS i perioden 2017-2030	174
Tabell 9-5 Oppsummering netto finansiell gjeld til NRS i perioden 2017-2030	176
Tabell 9-6 Netto finanskostnader til NRS i perioden 2017-2030	177
Tabell 9-7 Netto finansinntekter til NRS i perioden 2017-2030	178
Tabell 9-8 Netto finansresultat til NRS i perioden 2017-2030	178
Tabell 9-9 Minoritetsinteresser til NRS i perioden 2017-2030	179
Tabell 9-10 Minoritetsresultat til NRS i perioden 2017-2030	179
Tabell 9-11 Budsjettert resultatregnskap til NRS i perioden 2017-2030	180
Tabell 9-12 Budsjettert balanse til NRS i perioden 2017-2030 – Sysselsatt kapital	180
Tabell 9-13 Budsjettert balanse til NRS i perioden 2017-2030 – Netto driftskapital	181

Tabell 9-14 Budsjettert fri kontantstrøm til NRS i perioden 2017-2030	181
Tabell 10-1 Risikofrirente etter skatt i perioden 2017-2030.....	184
Tabell 10-2 Markedsrisikopremien i perioden 2017-2030	184
Tabell 10-3 Årlig egenkapital beta til NRS i perioden 2017-2030	185
Tabell 10-4 Egenkapital- og minoritetskrav til NRS i perioden 2017-2030.....	186
Tabell 10-5 Syntetisk rating til NRS i perioden 2017-2030	186
Tabell 10-6 Finansielt gjeldskrav til NRS i perioden 2017-2030	187
Tabell 10-7 Finansielt eiendelskrav til NRS i perioden 2017-2030	188
Tabell 10-8 Netto finansielt gjeldskrav til NRS i perioden 2017-2030.....	188
Tabell 10-9 Finansiell gjeldsbeta til NRS i perioden 2017-2030	189
Tabell 10-10 Finansiell gjeldsbeta til NRS i perioden 2017-2030	189
Tabell 10-11 Netto finansiell gjeldsbeta til NRS i perioden 2017-2030	189
Tabell 10-12 Sysselsatt kapitalkrav til NRS i perioden 2017-2030.....	190
Tabell 10-13 Netto driftskrav til NRS i perioden 2017-2030	190
Tabell 10-14 Oppsummering fremtidskrav til NRS i perioden 2017-2030	191
Tabell 10-15 Dekomponering strategisk fordel til NRS i perioden 2017-2030.....	191
Tabell 10-16 Strategisk fordel til NRS i perioden 2017-2030.....	192
Tabell 11-1 Første verdierestimert til NRS ved bruk av egenkapitalmetoden	197
Tabell 11-2 Første verdierestimert til NRS ved bruk av netto driftskapitalmetoden	197
Tabell 11-3 Første verdierestimert ved bruk at sysselsatt kapitalmetoden	198
Tabell 11-4 Oppsummering første verdierestimert NRS	198
Tabell 11-5 Konvergeringsprosessen til NRS, steg 0 til steg 12	199
Tabell 11-6 Driftsinntektsvekst til NRS i de ulike budsjettpunktene	204
Tabell 11-7 Netto driftsmarginvekst til NRS i de ulike budsjettpunktene.....	206
Tabell 11-8 Omløpet til netto driftseiendeler til NRS i de ulike budsjettpunktene	207
Tabell 11-9 Øvrige kritiske risikofaktorer for NRS.....	207
Tabell 11-10 Data fra Monte Carlo-simuleringen av NRS.....	208
Tabell 11-11 Kontribusjon til variansen av de ulike budsjettdriverne.....	209
Tabell 12-1 Markedsverdien til de komparative selskapene basert på børskursen 07.11.16.....	221
Tabell 12-2 Verdierestimert til NRS basert på P/S-multiplikatoren	222
Tabell 12-3 Verdierestimert til NRS basert på P/E-multiplikatoren	223
Tabell 12-4 Verdierestimert til NRS ved bruk av EV/EBIT-multiplikatoren.....	224
Tabell 12-5 Verdierestimert til NRS basert på EV/EBITDA-multiplikatoren.....	225
Tabell 12-6 Verdierestimert til NRS basert på P/B-multiplikatoren.....	227
Tabell 12-7 Verdierestimert til NRS basert på den komparative metoden	227

16. Oversikt over forkortelser

2016T	Trailing av 2016	FFNFG	Finansieringsfordel netto finansiell gjeld
AFR	Annet fullstendig resultat	FFR	Fullstendig finansresultat før skatt
AM	Anleggsmidler	FG	Finansiell gjeld
ASC	Aquaculture Stewardship Council	fgd	Finansiell gjeldsdel
BFD	Bransjefordel drift	fgg	Finansiell gjeldsgrad
CAPM	Capital Asset Price Model	fgk	Finansielt gjeldskrav
DAFR	Driftsresultat fra annet fullstendig resultat	fgr	Finansiell gjeldsrente
DAK	Driftsrelatert arbeidskapital	FI	Finansinntekt
DAM	Driftsrelatert anleggsmidler	fiss	Effektiv skattesats finansinntekter
DDSP	Driftsrelatert dirty surplus	FK	Finanskostnad
DE	Driftseiendeler	fk	Fordringskrav
DF	Driftsfordel	FKD	Fri kontantstrøm fra drift
DI	Driftsinntekter	FKE	Fri kontantstrøm til egenkapital
div	Driftsinntektsvekst	FKS	Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital
DK	Driftskostnader	fkss	Effektiv skattesats til finanskostnader
DOM	Driftsrelatert omløpsmidler	FNR	Fullstendig nettoresultat
DR	Driftsresultat	FOM	Finansielle omløpsmidler
DSP	Dirty surplus	FOR	Finansielle fordringer
dss	Driftsskattesats	FoU	Forskning og utvikling
DTS	Driftsresultat fra tilknyttet selskap	g	Vekst
EBIT	Earnings before interest and tax	GFD	Gearingfordel drift
EBITDA	Earnings before interest, tax, depreciation and amortization	IAS	International Accounting Standards
EFTA	European Free Trade Association	IB	Inngående balanse
EK	Egenkapital	IFRS	International Financial Reporting Standards
ekk	Egenkapitalkrav	ik	Investeringskravet
ekp	Egenkapitalprosent	ILA	Infeksiøs lakseanemi
ekr	Egenkapitalrentabilitet	ilp	Illikviditetspremie
eku	Egenkapitalutdeling	INV	Finansielle investeringer
ekv	Egenkapitalvekst	KDG	Kortsiktig driftsrelatert gjeld
EV	Enterprise value	KF	Kravfordel
FAFR	Finansielt annet fullstendig resultat	KFG	Kortsiktig finansrelatert gjeld
FAM	Finansielle anleggsmidler	KG	Kortsiktig gjeld
FDR	Fullstendig driftsresultat	kk	Kontantkrav
FDSP	Finansrelatert dirty surplus	KON	Kontanter og kontantekvivalenter
FE	Finansielle eiendeler	Kor	Korrelasjon
fed	Finansiell eiendelsdel	krp	Kreditrisikopremie
feg	Finansiell eiendelsgrad	LDG	Langsiktig driftsrelatert gjeld
fek	Finansielt eiendelskrav	LFG	Langsiktig finansrelatert gjeld
fer	Finansiell eiendelsrentabilitet	LG	Langsiktig gjeld
FF	Finansieringsfordel	lg1	Likviditetsgrad 1
FFFE	Finansieringsfordel finansielle eiendeler	LVEK	Likvidasjonsverdi til egenkapitalen
FFFG	Finansieringsfordel finansiell gjeld	MF	Marginfordel
FFMI	Finansieringsfordel minoritet	MI	Minoritetsinteresser

mid	Minoritetsinteressedel	SK-	Selskapskapitalmetoden
mig	Minoritetsinteressegrad	metoden	
mik	Minoritetsinteressekrav	skk	Sysselsatt kapitalkrav
mir	Minoritetsinteressereabilitet	SPE	Superprofitt til egenkapital
MR	Minoritetsinteresseresultat	SSE	Sysselsatt eiendeler
mrd	Markedsrisikodel	SSK	Sysselsatt kapital
mrp	Markedsrisikopremie	sss	Selskapsskattesats
NAM	Netto driftsrelaterte anleggsmidler	SWOT	Strength, weakness, opportunities, threats
NBU	Netto betalt utbytte	T	Budsjetthorisont
NDE	Netto driftseiendeler	TE	Totale eiendeler
NDK	Netto driftskapital	TK	Total kapital
ndk	Netto driftskrav	TPP	Trans-Pacific Partnership
ndm	Netto driftsmargin	UB	Utgående balanse
NDR	Netto driftsresultat	UDR	Unormalt driftsresultat
ndr	Netto driftsrentabilitet	UFR	Unormalt finansresultat
ndss	Normalisert driftsskattesats	ufrss	Skattesats til unormalt finansresultat
NFF	Norske Finansanalytikers Forening	UNDR	Unormalt netto driftsresultat
NFG	Netto finansiell gjeld	UNFR	Unormalt netto finansinntekt
nfgg	Netto finansiell gjeldsgrad	UNMR	Unormalt netto minoritetsinteresseresultat
nfgk	Netto finansielt gjeldskrav	VEK	Verdi egenkapital
nfg	Netto finansiell gjeldsrentabilitet	VFG	Verdi til finansiell gjeld
NFI	Netto finansinntekt	VMI	Verdi til minoritetsinteresse
NFK	Netto finanskostnad	VNDK	Verdi til netto driftskapital
NGRS	Norsk god regnskapsskikk	VNFG	Verdi til netto finansiell gjeld
NIBOR3M	3 måneders NIBOR-rente	VRIO	Verdifull, sjelden, ikke-imiterbar, organisert
NMR	Netto minoritetsresultat	VSSK	Verdi til sysselsatt kapital
NRE	Nettoresultat til egenkapital	WTO	World Trade Organization
NRS	Norway Royal Salmon ASA	ÅRE	Årsresultat
NSK	Netto skattekostnad	β	Beta
OF	Omløpsfordel		
OM	Omløpsmidler		
onde	Omløpet til netto driftseiendeler		
p	Konkurssannsynlighet		
PESTEL	Politics, economic, social, technologic, enviroment, legal		
PwC	Price Waterhouse Cooper		
Q1-Q4	Kvartal 1 til kvartal 4		
RD	Resultat diskontinuerlig virksomhet		
RDF	Ren driftsfordel		
rdg	Rentedekningsgrad		
RE	Resultat til egenkapital		
rf	Risikofri rente		
RF	Rentabilitetsfordel		
RFD	Ressursfordel drift		
rm	avkastning i marked		
s	Skattesats		
SF	Strategisk fordel		
SFD	Driftsfordel		
SK	Skattekostnad		