



Norway Royal Salmon ASA

Fundamental verdsettelse og strategisk analyse

Benedicte Byremo Solberg og Morten Bogaard

Veileder: Øystein Gjerde

Selvstendig arbeid innen masterstudiet i økonomi og administrasjon

Hovedprofil i finansiell økonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen eller sensorer innestår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag



Formålet med denne masterutredningen er å estimere et verdiestimat per aksje og en handelsstrategi for Norway Royal Salmon ASA (NRS). Fundamental verdsettelse ble benyttet som foretrukket verdsettelsesmetode. Dermed analyseres underliggende økonomiske forhold for å estimere forventede fremtidige kontantstrømmer, som videre diskonteres med et utledet avkastningskrav.

De underliggende økonomiske forholdene ble analysert ved å gjennomføre en kvalitativ analyse av makro-, bransje- og virksomhetsspesifikke forhold, kombinert med en kvantitativ analyse av regnskapstall. Analysen viser at oppdrettsbransjen nærmer seg maksimalt tillatt produksjon under dagens konsesjonssystem, og er dermed avhengig av tildeling av nye konsesjoner for å oppnå en økning i produksjonen. Dette vil imidlertid først skje når nåværende miljøutfordringer løses. Det globale tilbudet av laks er dermed begrenset, samtidig som etterspørselen har vokst jevnt. Dette har medført høye laksepriser per dags dato, og en videre forventning om høye laksepriser på kort sikt. Videre argumenterte vi for at NRS sin gunstige lokalisering i Nord-Norge og satsing på steril laks kan gi opphav til midlertidige konkurransefortrinn. Det ble også vist at NRS har lavere marginer enn de sammenlignbare virksomhetene som følge av en større andel ren salgsvirksomhet, men denne forventes å bli redusert i fremtiden.

Det ble videre definert intervaller for fremtidige nøkkeltall på kort, mellomlang og lang sikt. Disse dannet grunnlaget for å estimere sannsynlighetsvektede fremtidige kontantstrømmer, fordelt på tre ulike scenarioer. Verdien av NRS ble videre estimert ved å diskontere kontantstrømmene med et utledet avkastningskrav. Deretter ble usikkerheten i verdiestimatet synliggjort ved å gjennomføre en simulerings- og sensitivitetsanalyse, som viser en betydelig usikkerhet relatert til verdiestimatet. Det ble avslutningsvis gjennomført en rimelighetssjekk av verdiestimatet ved å gjennomføre en komparativ verdsettelse basert på gjennomsnittet av sammenlignbare virksomheter.

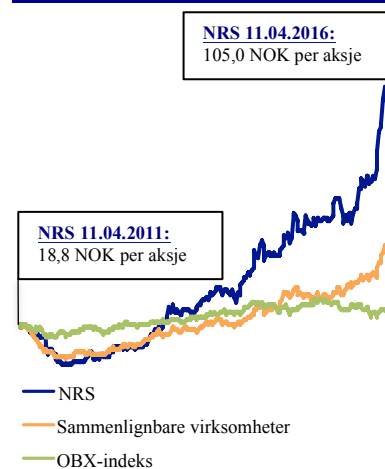
Det endelige verdiestimatet til NRS ble per 11.04.2016 estimert til 100,1 NOK per aksje, hvilket tilsier en *holdanbefaling*.

Oppsummering	
Handelsstrategi	HOLD
Verdsettelsestidspunkt	11.04.16
Aksjekurs (NOK)	105,0
Kursmål (NOK)	100,1

Snitt analytikerestimer (NOK)	115,9
Bloomberg ticker	NRS NO
Reuters ticker	NRS.OL

Kapitalstruktur	
Antall aksjer (M)	43,5
Markedsverdi EK (MNOK)	4575,1
Netto finansiell gjeld (MNOK)	553,9

Aksjekursutvikling 2011-2016



	3 mnd	6 mnd	1 år	5 år
Avkastning	35 %	69 %	76 %	459 %
Aksjekurs høy	113,6	113,6	113,6	113,6
Aksjekurs lav	77,1	61,5	58,9	5,8

Fremtidige nøkkeltall: Nøytralt scenario

Vekst i driftsinntekter 2016	22,3 %
Vekst i driftsinntekter 2024	6,0 %
Vekst i driftsinntekter 2029	4,0 %
EBITDA-margin 2016	18,0 %
EBITDA-margin 2024	16,5 %
EBITDA-margin 2029	16,5 %
WACC 2016	6,4 %
WACC 2024	6,4 %
WACC 2029	8,5 %

Kommende hendelser

Kvartalsrapport Q1 2016	04.05.16
Kvartalsrapport Q2 2016	24.08.16

Analytikere

Benedicte Byremo Solberg
Morten Bogaard

Nøkkeltall (TNOK)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Driftsinntekter	2 002 085	1 734 022	1 744 266	2 603 712	2 599 799	3 210 548	3 925 721	4 268 431	3 941 269
Vekst i driftsinntekter	24,9 %	-13,4 %	0,6 %	49,3 %	-0,2 %	23,5 %	22,3 %	8,7 %	-7,7 %
EBITDA	156 110	73 605	50 970	294 826	211 492	270 340	705 548	893 406	727 494
EBITDA-margin	7,8 %	4,2 %	2,9 %	11,3 %	8,1 %	8,4 %	18,0 %	20,9 %	18,5 %

Forord

Denne masterutredningen er skrevet som en avsluttende del av masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole (NHH).

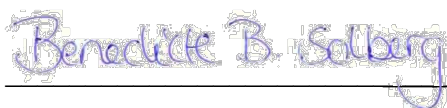
Våre fem år med teoretiske økonomistudier gjorde oss motiverte til å velge en masterutredning der vi fikk muligheten til å vise en bred og praktisk forståelse av økonomifaget, samtidig som vi fikk utfordret våre analytiske evner innen spesialiseringen finansiell økonomi. Valg av tema falt således på en fundamental verdsettelse, som kombinerer flere ulike fagfelt og gjør det mulig å benytte tverrfaglig kunnskap tilegnet på både bachelor- og masternivå.

Vi ønsket videre å verdsette en virksomhet innenfor en bransje med vekstmuligheter og spennende fremtidsutsikter. Norsk økonomi er i dag kommet til et vendepunkt der det stilles spørsmål til oljens posisjon som drivkraft for økonomisk vekst i fremtiden, og det kraftige oljeprisfallet har tvunget frem en nødvendig omstilling av norsk økonomi. Oppdrettsbransjen er en av næringene som er forespeilet å utgjøre en betydelig rolle i fremtiden, og er i dag i en situasjon hvor det globale markedet stadig etterspør mer laks, samtidig som produksjonen begrenses som følge av miljøutfordringer. Bransjens enorme vekstpotensial og sentrale utfordringer virket derfor spennende å analysere i en fundamental verdsettelse. Valg av virksomhet falt videre på Norway Royal Salmon ASA (NRS), som på få år har utviklet seg fra å være en ren salgs- og markedsføringsvirksomhet for laks, til dagens fullintegreerte oppdrettsvirksomhet med store ambisjoner om videre vekst i fremtiden.

Arbeidet med utredningen har vært særdeles spennende og lærerikt, og det har vært rene thrilleren å følge hendelsene i oppdrettsbransjen og kursutviklingen til NRS parallelt med utarbeidelsen av masterutredningen.

Vi ønsker avslutningsvis å rette en stor takk til vår dyktige og imøtekommende veileder, Professor Øystein Gjerde. Tusen takk for svært gode og presise innspill underveis i arbeidet.

Bergen 05.06.2016



Benedicte Byremo Solberg



Morten Bogaard

Innholdsfortegnelse

SAMMENDRAG	1
FORORD	2
INNHOLDSFORTEGNELSE	3
1. INNLEDNING.....	8
1.1 VALG AV TEMA, BRANSJE OG VIRKSOMHET	8
1.2 HENSIKT OG AVGRENSNINGER.....	8
1.3 STRUKTUR AV MASTERUTREDNINGEN	9
2. PRESENTASJON AV BRANSJEN OG NORWAY ROYAL SALMON	11
2.1 PRESENTASJON AV BRANSJEN.....	11
2.1.1 <i>Historisk utvikling</i>	11
2.1.2 <i>Produksjon av laks</i>	13
2.1.3 <i>Laksepris</i>	14
2.1.4 <i>Eksport og viktige marked</i>	16
2.1.5 <i>Miljøutfordringer i bransjen</i>	19
2.1.6 <i>Konsesjonssystemet</i>	20
2.1.7 <i>Norske oppdrettsvirksomheter</i>	24
2.2 PRESENTASJON AV NORWAY ROYAL SALMON.....	28
2.2.1 <i>Historisk utvikling</i>	28
2.2.2 <i>Forretningsområder</i>	28
2.2.3 <i>Bærekraftig fokus</i>	30
2.2.4 <i>Finansiell utvikling</i>	31
2.2.5 <i>Hvordan NRS skiller seg fra de sammenlignbare virksomhetene</i>	32
3. VERDSETTELSESMODELLER	35
3.1 FUNDAMENTAL VERDSETTELSE.....	35

3.2	KOMPARATIV VERDSETTELSE.....	37
3.2.1	<i>Multiplikatormetoden</i>	37
3.2.2	<i>Substansverdimetoden</i>	37
3.3	OPSJONSBASERT VERDSETTELSE.....	38
3.4	VALG AV METODE.....	39
4.	STRATEGISK ANALYSE.....	40
4.1	EKSTERN ANALYSE.....	41
4.1.1	<i>PESTEL</i>	41
4.1.2	<i>Porter</i>	51
4.2	INTERN ANALYSE.....	62
4.2.1	<i>SVIMA</i>	62
4.3	SWOT.....	68
5.	NORMALISERING AV REGNSKAPSTALL.....	71
5.1	OMGRUPPERING AV BALANSEN.....	71
5.2	NORMALISERING AV HISTORISKE RESULTATER.....	74
5.2.1	<i>Konsernnivå</i>	74
5.2.2	<i>Segmentnivå</i>	76
6.	KONTANTSTRØMORIENTERT HISTORISK ANALYSE OG PROGNOSE.....	78
6.1	DRIFTSINNTEKTER.....	79
6.1.1	<i>Historisk analyse av driftsinntekter</i>	79
6.1.2	<i>Fremtidig prognose av driftsinntekter</i>	83
6.2	DRIFTSKOSTNADER.....	93
6.2.1	<i>Historisk analyse av driftskostnader og lønnsomhet</i>	93
6.2.2	<i>Fremtidig prognose av driftskostnader og lønnsomhet</i>	107
6.3	INVESTERINGER.....	116

6.3.1	<i>Historisk analyse av investeringer</i>	116
6.3.2	<i>Fremtidig prognose av investeringer</i>	117
6.4	ARBEIDSKAPITAL	119
6.4.1	<i>Historisk analyse av arbeidskapital</i>	119
6.4.2	<i>Fremtidig prognose av arbeidskapital</i>	120
7.	BALANSEORIENTERT KREDITTRISIKOANALYSE	121
7.1	KORTSIKTIG LIKVIDITETSANALYSE	121
7.1.1	<i>Likviditetsgrad 1</i>	121
7.1.2	<i>Likviditetsgrad 2</i>	122
7.2	LANGSIKTIG SOLIDITETSANALYSE.....	123
7.2.1	<i>Egenkapitalandel</i>	124
7.2.2	<i>Gjeld/EBITDA</i>	125
7.2.3	<i>EBITDA-rentabilitet</i>	125
7.3	SYNTETISK RATING.....	127
8.	AVKASTNINGSKRAV	129
8.1	AVKASTNINGSKRAVET TIL EGENKAPITALEN	129
8.1.1	<i>Risikofri rente</i>	130
8.1.2	<i>Egenkapitalbeta</i>	131
8.1.3	<i>Markedets risikopremie</i>	133
8.1.4	<i>Kalkulert avkastningskrav til egenkapitalen</i>	134
8.2	AVKASTNINGSKRAVET TIL NETTO FINANSIELL GJELD	134
8.2.1	<i>Kreditrisikopremie</i>	134
8.2.2	<i>Nominell skattesats</i>	135
8.2.3	<i>Kalkulert avkastningskrav til netto finansiell gjeld</i>	135

8.3	KALKULERT AVKASTNINGSKRAV TIL TOTALKAPITALEN	136
9.	SCENARIOANALYSE.....	137
9.1	OM SCENARIOANALYSE	137
9.2	VURDERINGSDIAGRAM	138
9.3	FREMTIDIG SCENARIOANALYSE	139
9.3.1	<i>Nøytralt scenario: Base case</i>	139
9.3.2	<i>Optimistisk scenario: Fiskelykke</i>	143
9.3.3	<i>Pessimistisk scenario: Winter is coming</i>	146
9.3.4	<i>Begrensninger ved scenarioanalysen</i>	149
10.	VERDSETTELSE	150
10.1	FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	150
10.1.1	<i>Verdien av totalkapitalen</i>	150
10.1.2	<i>Netto finansiell gjeld</i>	153
10.1.3	<i>Rabatter og premier</i>	153
10.1.4	<i>Fremførbart underskudd</i>	154
10.1.5	<i>Vektet verdi av egenkapitalen</i>	155
10.1.6	<i>Fremskriving av egenkapitalverdien</i>	155
10.1.7	<i>Oppsummering av den fundamentale verdsettelsen</i>	156
10.2	ANALYSE AV USIKKERHET	156
10.2.1	<i>Simuleringsanalyse</i>	157
10.2.2	<i>Sensitivitetsanalyse</i>	163
10.2.3	<i>Oppsummering av simulerings- og sensitivitetsanalysen</i>	165
10.2.4	<i>Begrensninger ved simulerings- og sensitivitetsanalysen</i>	165
10.3	KOMPARATIV VERDSETTELSE: MULTIPLIKATORMETODEN	167

10.3.1	<i>Pris/EBITDA og Pris/Bok</i>	167
10.3.2	<i>Oppsummering av multiplikatormetoden</i>	169
10.4	OPPSUMMERING OG VALG AV ENDELIG VERDIESTIMAT	170
11.	KONKLUSJON – OPPSUMMERING OG HANDELSSTRATEGI	171
11.1	OPPSUMMERING	171
11.2	HANDELSSTRATEGI, NYE HENDELSER OG ENDELIG KONKLUSJON.....	173
11.2.1	<i>Handelsstrategi</i>	173
11.2.2	<i>Hendelser etter verdsettelsestidspunktet</i>	175
11.2.3	<i>Endelig konklusjon</i>	176
VEDLEGG	177
	VEDLEGG 1: RAPPORTERT OG OMGRUPPERT BALANSE NORWAY ROYAL SALMON.....	177
	VEDLEGG 2: RAPPORTERT OG OMGRUPPERT BALANSE SAMMENLIGNBARE VIRKSOMHETER.....	179
	VEDLEGG 3: NORMALISERING EBITDA NORWAY ROYAL SALMON: KONSERNNIVÅ.....	184
	VEDLEGG 4: NORMALISERING EBITDA SAMMENLIGNBARE VIRKSOMHETER: KONSERNNIVÅ.....	185
	VEDLEGG 5: NORMALISERING EBITDA NORWAY ROYAL SALMON: SEGMENTNIVÅ	186
	VEDLEGG 6: RAPPORTERT KONTANTSTRØMOPPSTILLING NORWAY ROYAL SALMON	188
LITTERATURLISTE	189
TABELL- OG FIGUROVERSIKT	202

1. Innledning

Dette kapitlet vil innledningsvis gjøre rede for valg av tema, bransje og virksomhet. Deretter presenteres masterutredningens hensikt og aktuelle avgrensninger. Avslutningsvis gis en oversikt over masterutredningens struktur.

1.1 Valg av tema, bransje og virksomhet

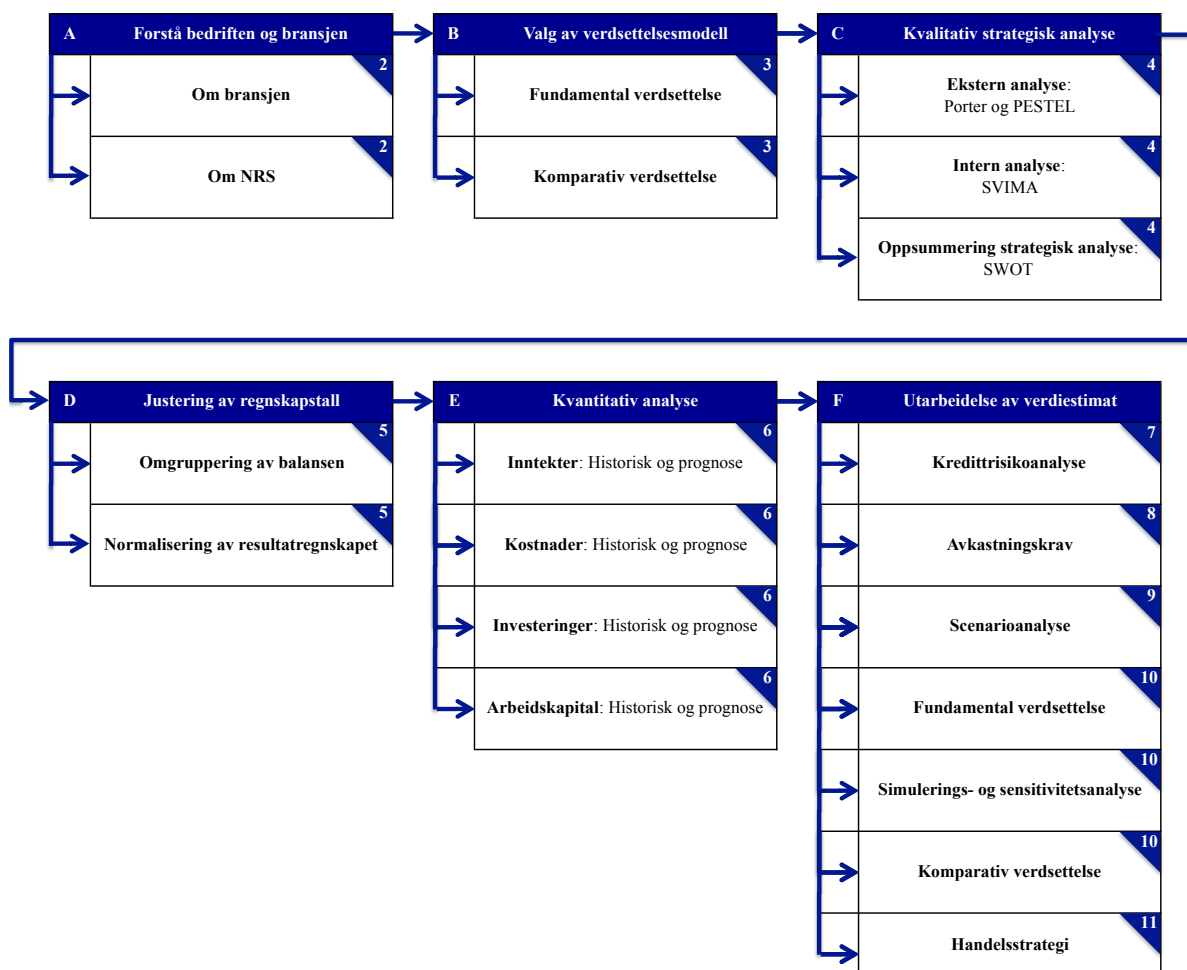
Temaet for denne masterutredningen er fundamental verdsettelse og strategisk analyse. Den sykliske oppdrettsbransjen er videre valgt som bransje. Lakseoppdrett er viktig for norsk økonomi og har store vekstambisjoner for fremtiden, og fremstår dermed som en interessant bransje. Videre falt valget av virksomhet på Norway Royal Salmon ASA (NRS). Deres solide vekst de seneste årene kombinert med deres ambisjoner om å ta videre markedsandeler, gjør virksomheten spennende å analysere.

1.2 Hensikt og avgrensninger

I denne masterutredningen vil vi estimere en *pris per aksje* for NRS. Videre vil vi sammenligne vårt verdiestimat med den faktiske aksjeprisen, for deretter å gi en anbefalt *handelsstrategi*.

Verdsettelsen baserer seg utelukkende på offentlig tilgjengelig informasjon, og vi inntar dermed en posisjon som eksterne analytikere. Representanter fra NRS eller oppdrettsbransjen har derfor ikke blitt kontaktet i løpet av utarbeidelsen av masterutredningen. Vi velger å utarbeide verdsettelsen på konsernnivå, noe som medfører at det ikke gjøres en eksplisitt analyse av de ulike datterselskapene. De ulike forretningsområdene er imidlertid definert i segmentrapporteringen, hvilket vi anser som tilstrekkelig for å gjennomføre en grundig analyse. *Verdsettelsestidspunktet* defineres til 11.04.2016, og informasjon etter denne datoen tas dermed ikke hensyn til i utarbeidelsen av verdsettelsen.

1.3 Struktur av masterutredningen



Figur 1: Rammeverk for den fundamentale verdsettelsen

For å estimere et fornuftig verdiesimat, er det viktig å inneha en god forståelse av virksomheten som verdsettes og bransjen den opererer i. Vi starter derfor med å presentere bransjen, de sammenlignbare virksomhetene og NRS i kapittel 2. Basert på denne presentasjonen, vil vi i kapittel 3 drøfte hvilke verdsettelsesmodeller som er de mest hensiktsmessige å benytte i denne masterutredningen. I kapittel 4 går vi dypere inn i en kvalitativ strategisk analyse, som igjen vil skape en bedre forståelse av den kvantitative analysen og utarbeidelsen av verdiesimatet senere i utredningen. For å ha et godt sammenligningsgrunnlag i den kvantitative analysen, vil vi i kapittel 5 omgruppere og normalisere regnskapstallene til NRS og de sammenlignbare virksomhetene for ulike forhold. Vi har da et bedre sammenligningsgrunnlag når vi starter på den kvantitative kontantstrømorienterte historiske analysen i kapittel 6. Denne analysen tar utgangspunkt i de justerte regnskapstallene og informasjon fra den kvalitative analysen, og vi vil i dette kapitlet

også estimere et intervall for fremtidige prognoser. Deretter gjennomføres en balanseorientert kredittrisikoinalyse i kapittel 7, som danner grunnlaget for beregningen av deler av avkastningskravet i kapittel 8. Basert på den kvalitative analysen og intervallene i den kvantitative analysen, utarbeider vi i kapittel 9 ulike fremtidsscenarioer. Disse scenarioene ilegges forskjellige vekter, og basert på det estimerte avkastningskravet kommer vi i kapittel 10 frem til en estimert pris per aksje for NRS. Det er imidlertid betydelig usikkerhet relatert til dette estimatet, og vi vil derfor analysere denne usikkerheten i en simulerings- og sensitivitetsanalyse. For å rimelighets sjekke verdiestimatet i den fundamentale verdsettelsen, gjennomfører vi avslutningsvis en komparativ verdsettelse. Masterutredningen oppsummeres i kapittel 11, hvor den endelige handelsstrategien fastsettes.

2. Presentasjon av bransjen og Norway Royal Salmon

Vi vil i det følgende kapitlet gi en innføring i oppdrettsbransjen og NRS. Først presenteres historisk utvikling før vi går nærmere inn på spesifikke forhold ved bransjen. Dette vil være sentral bakgrunnsinformasjon for den kvalitative og kvantitative analysen. Deretter vil vi presentere norske oppdrettsvirksomheter, før det avslutningsvis gis en mer detaljert presentasjon av NRS og hvordan virksomheten skiller seg fra konkurrentene i bransjen.

2.1 Presentasjon av bransjen

2.1.1 Historisk utvikling

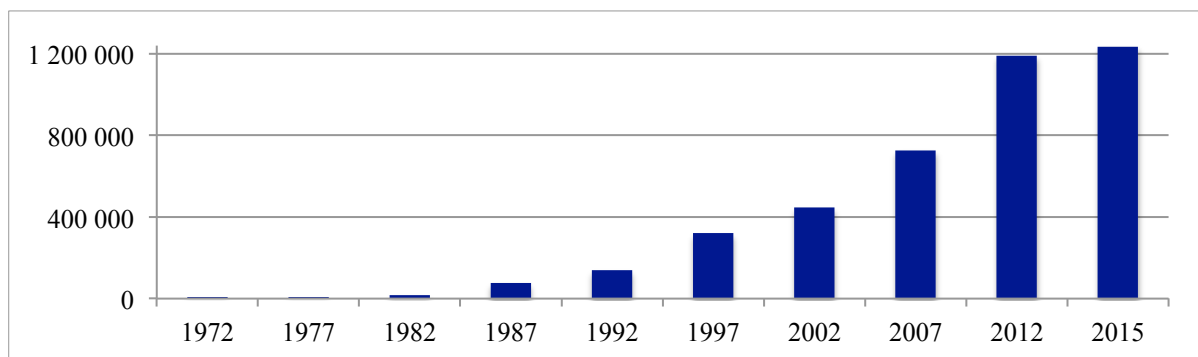
Norges lange kystlinje og en rekke fjorder gir et unikt utgangspunkt for oppdrett av laks. Kystvannet har en gunstig temperatur og sørger for oksygentilførsel, saltholdighet og gjennomstrømming av vann som gjør laksens vilkår optimale (Bjørndal mfl., 1987, s. 35-36). I tillegg til naturgitte forhold har Norge en utbygd infrastruktur i områder egnet for oppdrett, samt god tilgang på arbeidskraft. Sammen med en høy grad av entreprenørskap har dette vært viktige faktorer for utviklingen av den norske oppdrettsbransjen (NOU 1999:9, s. 49).

”Året er 1970. Brødrene Ove og Sivert Grøntvedt setter ut 20 000 laksesmolt i sjøen på Hitra i det som regnes som verdens første oppdrettsanlegg” (Sjømat Norge, 2011, s. 8).

Oppdrettspionerene startet gjennom 1950- og 1960-tallet eksperimentering med produksjon av laks og ørret i avstengte poller og bukter. Bransjens gjennombrudd kom imidlertid ikke før på 1970-tallet, da laks og ørret ble satt i flytemerder i sjøen. Den nye produksjonsmetoden gav bedre vekst og lavere kostnader enn tidligere produksjonsmetoder, og en bærekraftig næring tok etter hvert form (Norges Fiskeri- og Kysthistorie, 2016). Tilstrømmingen til den nye bransjen ble raskt stor, og allerede i 1973 vedtok Stortinget at det skulle innføres konsesjoner for å drive med oppdrett. Reguleringen av bransjen skulle bidra til lokalt eierskap og styrke sysselsettingen langs kyst- og fjordsamfunnet (Sjømat Norge, 2011, s. 10). Laksen ble raskt drivkraften i den fremvoksende næringen, ettersom den viste seg å være både lettere å selge samtidig som den gav en bedre pris (Norges Fiskeri- og Kysthistorie, 2016).

Det ble på 1980-tallet delt ut konsesjoner i fire runder, og anlegg spredte seg langs hele den norske kysten (Sjømat Norge, 2011, s. 12). Salg og eksport økte raskt, og EU-regionen, USA og Japan vokste frem som viktige markeder (Asche og Bjørndal, 2011, s. 20). Den raske produksjonsveksten førte mot slutten av 1980-tallet til økte sykdomsproblemer for bransjen. Samtidig førte et voksende laksetilbud til prisfall, og følgelig opplevde flere virksomheter problemer med lønnsomheten på starten av 1990-tallet. Kombinert med økt rente og kredittinnstramminger fra norske banker førte dette til en rekke konkurser, og videre en stagnasjon i bransjen (Norges Fiskeri- og Kysthistorie, 2016). På samme tid ble konsesjonslovens eierbegrensning, en øvre grense for tillatt antall konsesjoner, opphevet i 1991. Dette førte til en rask endring i eierstrukturen og et stort omfang av horisontal konsolidering. Tidligere hadde bransjen bestått av en rekke små virksomheter, men opphevingen førte til færre og større virksomheter slik man også ser i bransjen i dag (NOU 1999:9, s. 49). Fra 1992 til 2002 opplevde bransjen en ny periode med høy vekst. Produksjonsveksten ble dog ikke møtt med en tilsvarende vekst i tildeling av konsesjoner, men oppstod som følge av en rekke forbedringer innen fiskefôr, merdteknologi, sykdomsforebygging og dødelighet. Følgelig har også produksjonskostnadene blitt redusert siden 1990-tallet (Asche og Bjørndal, 2011, s. 19).

Fra 2002 til 2012 har veksten i oppdrettsbransjen vært formidabel. De siste årene har imidlertid utviklingen vært preget av utfordringer som lakselus og rømt oppdrettslaks, hvilket begrenser ytterligere vekst. Dette har ført til en videre begrensning i nye konsesjoner, og således har bransjen stagnert fra 2012 (Lerøy, 2016b, s. 31). Bransjen er i dag preget av omstilling og økt miljøfokus, med en like sterk vilje som blant de første pionerer på Hitra for å finne bærekraftige løsninger på produksjonen slik at bransjen kan fortsette å vokse ytterligere i fremtiden. Figuren under viser utviklingen i oppdrettsbransjen i perioden 1972-2015 målt i tonn (Norway Royal Salmon, 2013, s. 15 og Lerøy, 2016b, s. 31):



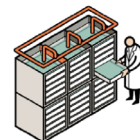
Figur 2: Utvikling i norsk lakseproduksjon (tonn)

2.1.2 Produksjon av laks

Den totale verdikjeden for oppdrettslaks strekker seg over to til tre år og kan deles inn i fem ulike produksjonsfaser. Alle illustrasjonsbilder brukt i denne sammenhengen er hentet fra Marine Harvest Industry Handbook (2015b, s. 30).

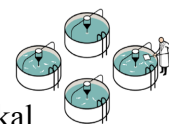
Stamfisk

Produksjonsprosessen starter med stamfisk, som gir grunnlag for ny laks ved at rogn fra stamfisken befruktes. Om lag to måneder etter befruktningen klekkes rognen og yngelen settes fri. Hele prosessen foregår i ferskvann i egne landbaserte anlegg (Teknologirådet, 2012, s. 19).



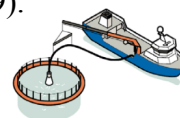
Settefisk

Yngelen overføres til egne settefiskanlegg hvor den føres opp og vaksineres. Yngelen skal etter om lag 10-16 måneder veie omkring 60-100 gram. Da kalles den smolt, og er klar for overføring til merder i sjøen. Dette skjer via egne brønnbåter (Teknologirådet, 2012, s. 19).



Matfisk

Smolten vokser til matfisk i merdene, og stiller generelt en rekke krav til vannmiljøet i denne perioden. Blant annet er riktig temperaturforhold, oksygentilførsel, saltholdighet og lysforhold avgjørende for å sikre laksens vekst (Bjørndal mfl., 1998, s. 35-36). Etter 15-24 måneder er laksen slakteklar og veier mellom 3-7 kg (Teknologirådet, 2012, s. 19).



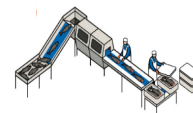
Slakt og videreforedling

Den slakteklare laksen transporteres via brønnbåter til land hvor laksen slaktes og sløyes. Deretter pakkes laksen eller fryses for salg. Ved videreforedling blir laksen prosessert til fileter, skiver eller andre produkttyper. I dag skjer den største delen av foredlingen i EU-området. Tollregimet i EU favoriserer uforedlet laks, noe som har ført til at land som Danmark, Polen og Frankrike utgjør viktige markeder for videreforedling av norsk laks (Laksefakta, 2013).



Salg og eksport

Laksen selges fra oppdretterens egen salgsvirksomhet eller videre til en oppkjøper. Herifra går den til innenlandske markeder eller til eksport på utenlandske markeder.

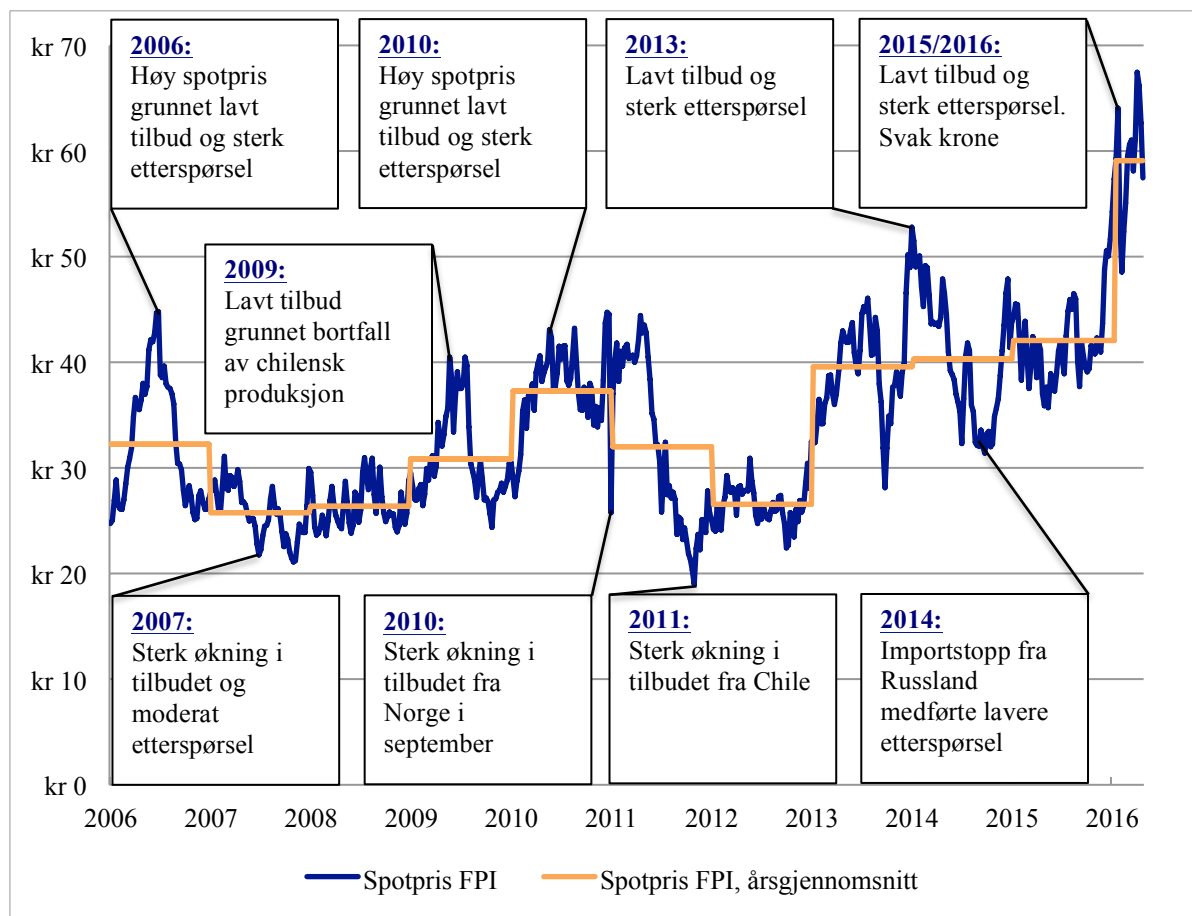


2.1.3 Laksepris

Prisutviklingen på laks bestemmes av hovedfaktorene tilbud og etterspørsel. Generelt vil et høyere tilbud enn etterspørsel medføre lavere laksepriser, og motsatt vil en høyere etterspørsel enn tilbud føre til høyere laksepriser. Det er flere forhold som påvirker tilbuds- og etterspørselssiden. Blant annet kan utsett av settefisk, myndighetenes reguleringer, innovasjon, biologiske utfordringer og knapphet på fiskeolje påvirke tilbudssiden, mens økonomisk utvikling, produktinnovasjon og endringer i sosiale trender kan påvirke etterspørselssiden (Tveterås, 2013, s. 3).

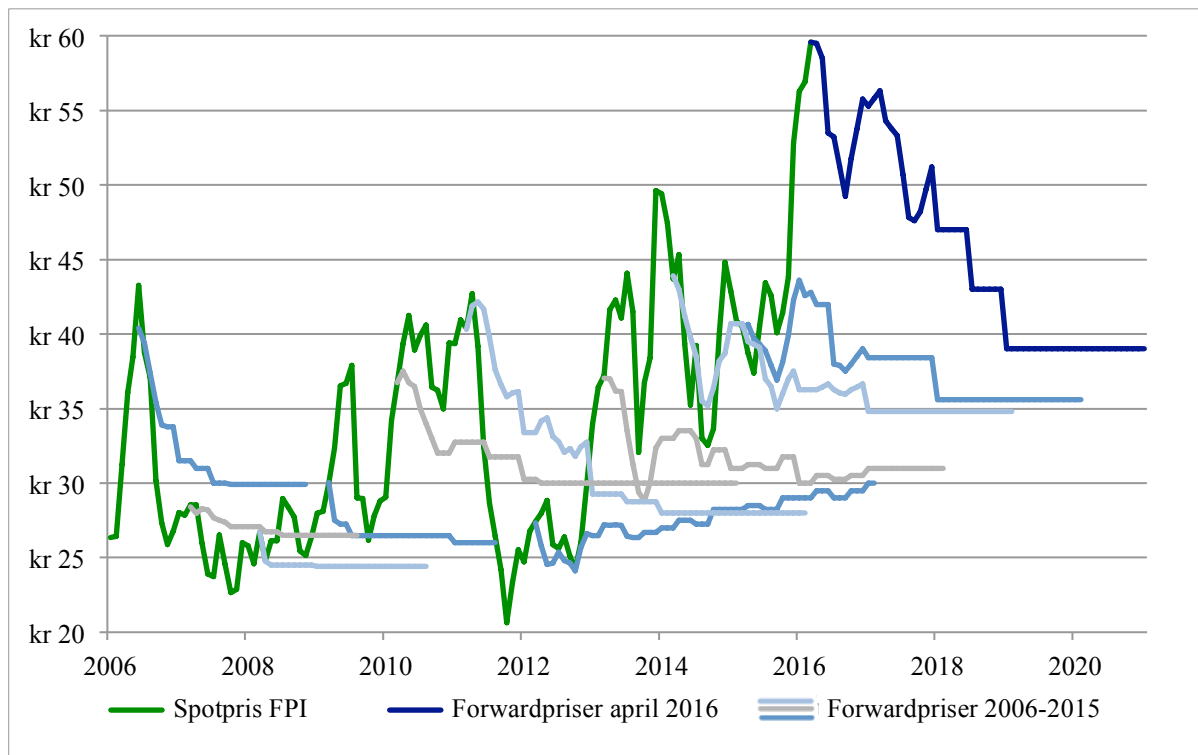
Lakseprisen er videre påvirket av sesongmønster og slaktevolum. Normalt slaktes det mest laks på høsten, hvilket gir opphav til lavere priser som følge av et økt tilbud (Guttormsen, 2013, s. 37). Samtidig er prisutviklingen påvirket av et syklisk mønster. Dette må i følge Asche og Bjørndal (2011, s. 56-57) ses i sammenheng med den lange produksjonstiden på laks som fører til et betydelig tidsetterslep mellom beslutningen om å øke produksjonen til laksen er klar på markedet. Eksempelvis vil det i perioder med høye laksepriser fremstå som lukrativt for bransjen å øke tilbudet. Dette kan imidlertid medføre et for høyt tilbud og dermed fallende priser når laksen endelig kommer på markedet to til tre år senere. Lave laksepriser kan dermed føre til en reduksjon i produksjonen, hvilket kan føre til for lavt tilbud og en ny periode med høye priser (Asche og Bjørndal, 2011, s. 56-57).

De senere årene har det vært en kraftig økning i etterspørselen etter laks, samtidig som myndighetenes reguleringer og miljømessige utfordringer i Norge og sykdomsproblematikk i Chile har satt en effektiv begrensning på det globale tilbudet. Dette har periodevis ført til særdeles høye laksepriser. Figur 3 viser utviklingen i lakseprisen i perioden 2006-2016 (Fish Pool, 2016a):



Figur 3: Spotpris Fish Pool Index (FPI), hel fersk laks, NOK/kg

Fersk laks har en begrenset holdbarhet på tre uker, hvilket innebærer at laksen må selges raskt (Marine Harvest, 2015b, s. 24). Selgeren oppnår dermed den prisen kjøperen er villig til å betale på salgstidspunktet. Lakseprisen forhandles mellom kjøper og selger på daglig basis (spotpris), og som det fremgår av grafen er prisen svært volatil. Dette utgjør en kontinuerlig risiko for oppdrettsbransjen, og mangelen på forutsigbarhet gjør det vanskeligere å planlegge investeringer og operasjonelle aktiviteter i et lengre tidsperspektiv. Det er imidlertid mulig å sikre prisen på fremtidige leveranser ved hjelp av langtidskontrakter (forwardkontrakter) hos Fish Pool, som er en regulert markeds plass for handel av finansielle sjømatprodukter. Konseptet baserer seg på at en kjøper og en selger, med Fish Pool som mellomledd, forplikter seg til en avtalt pris og volum på en fremtidig leveranse (Fish Pool, 2016b). Forwardprisen representerer dermed markedets forventninger om fremtidig laksepris. For å kontrollere hvorvidt historiske forwardpriser faktisk er et godt estimat for fremtidige spotpriser, gjennomfører vi en analyse av forwardpriser i perioden 2006 til 2016 målt mot faktisk spotpris (Fish Pool, 2016c):



Figur 4: Historiske forwardpriser målt mot månedlig gjennomsnitt av faktisk spotpris, NOK/kg

Analysen viser et periodevis stort avvik mellom inngått forwardpris og faktisk spotpris. Dette tilsier at det foreligger usikkerhet vedrørende å benytte forwardpris som estimat for fremtidig laksepris. Dette er likevel det beste estimatet tilgjengelig, hvilket underbygges av at oppdrettsvirksomhetene benytter forwardprisen fra Fish Pool i sin regnskapsføring til å beregne virkelig verdi av biologiske eiendeler (Norway Royal Salmon, 2015a, s. 68).

2.1.4 Eksport og viktige marked

Norge er i dag verdens største produsent av laks, og står for 55 % av den globale lakseproduksjonen. I 2015 eksporterte Norge hele 1 035 000 tonn laks for 47,7 milliarder norske kroner (Norges sjømatråd, 2016).

Den største delen av laksen eksporteres som fersk laks (90 %). Herunder utgjør 80 % hel laks og 10 % fileter. Fryst hel laks og fryst filet utgjør henholdsvis 3 % og 6 %. Andre produkter utgjør kun 1 % av den totale eksportverdien (Fiskeridirektoratet, 2015). Norsk laks blir i svært liten grad videreforedlet i Norge som følge av høye lønnskostnader, samt høyere tollsatser på videreforedlede produkter i flere regioner (Asche og Bjørndal, 2011, s. 21).

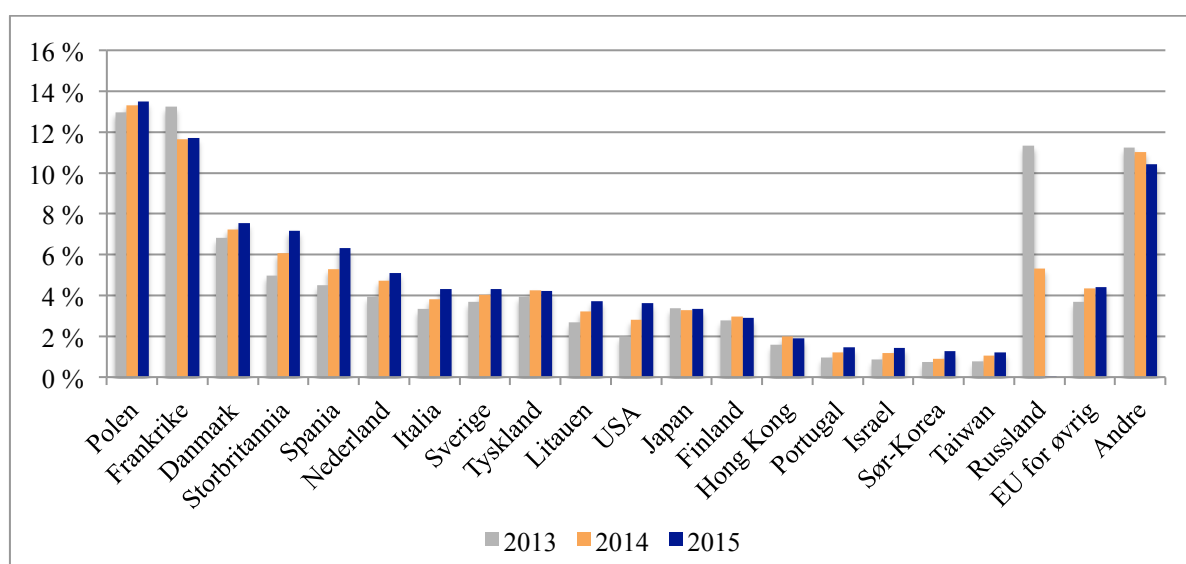
Norges viktigste eksportmarked for laks har historisk sett vært EU-området. Herunder er Polen og Danmark viktige markeder for videreforedling, mens Frankrike, Tyskland og

Storbritannia er viktige kundemarkeder. De senere årene har Russland utgjort et svært viktig marked utenfor EU, og var i 2013 et av de største markedene for eksport av norsk laks. Dette endret seg imidlertid da Russland innførte importforbud på norsk laks i august 2014, hvilket gav norsk eksport en klar tilbakegang i landet (Norway Royal Salmon, 2015d, s. 8).

Det har lenge vært en stor etterspørsel etter norsk laks i Asia. Tidligere har Kina utgjort et svært viktig marked for norsk laks, men på grunn av handelsproblemer med Kina siden 2010 sammen med tøffere konkurranse fra andre nasjoner har det kinesiske markedet utviklet seg i en negativ retning. De senere årene har imidlertid Japan, Hong Kong og Sør-Korea økt sin import av norsk laks. Trolig ligger det også et stort potensiale i andre folkerike asiatiske land, hvor Taiwan og Malaysia antas å ha stort vekstpotensial (Norges sjømatråd, 2016).

USA var på store deler av 1980-tallet det største enkeltmarkedet for eksport av norsk laks. Dette endret seg imidlertid da antidumpingsavgifter ble innført i 1991, hvilket åpnet opp for andre produserende regioner (Asche og Bjørndal, 2011, s. 21). De senere årene har markedet til USA tatt seg opp igjen, og norske eksportører arbeider kontinuerlig for å oppnå større andeler på det amerikanske markedet (Norges sjømatråd, 2016).

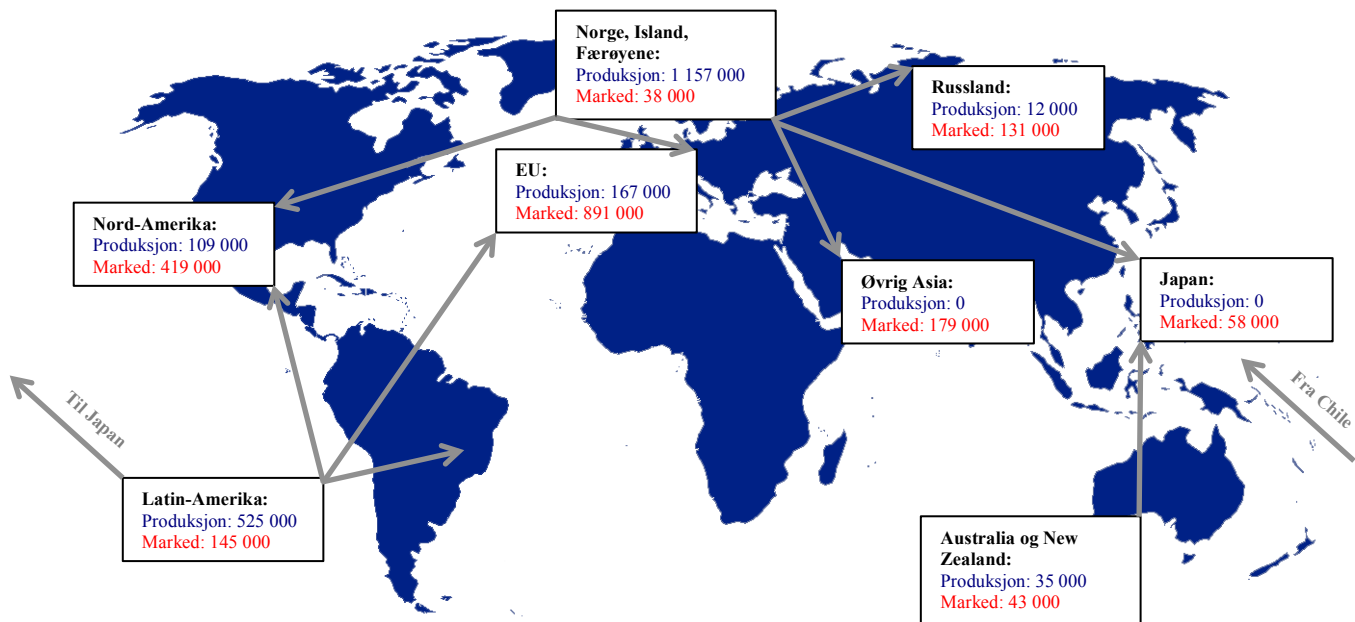
Figur 5 viser hovedmarkedene for eksport av norsk laks i perioden 2013 til 2015 (Statistisk Sentralbyrå, 2016). Fremover vil trolig EU-området fortsette å være det største markedet for norsk lakseeksport, mye som følge av den geografiske avstanden i forhold til frakt. Til tross for dette øker eksporten av norsk laks over hele verden (St. meld. nr. 16 (2014-2015), s. 28).



Figur 5: Hovedmarkedene for eksport av norsk laks 2013-2015

Global konkurranse på eksport av laks

Et interessant perspektiv med tanke på fremtidige markeder kan være å se på Norges konkurrenter. På det globale eksportmarkedet konkurrerer norsk oppdrettslaks med laks fra andre land som Chile, Canada og Skottland. Som figur 6 viser har de ulike produserende regionene historisk sett hatt ulike eksportmarkeder (Marine Harvest, 2015b, s. 20):



Figur 6: Det globale eksportmarkedet i 2014

Chile har først og fremst konsentrert seg om USA, Sør-Amerika og Asia, mens Canada har konsentrert seg om USA og særlig vestkysten. Skottland har i all hovedsak prioritert eget hjemmemarked fremfor eksport (Marine Harvest, 2015b, s. 20). De senere årene har imidlertid Chile fått en økende konkurranse fra norske produkter i det amerikanske markedet. Chilenske lakseprodusenter ble mellom 2009 og 2010 hardt rammet av lakselus og virusangrep, der slaktet volum falt fra over 403 000 tonn til 130 000 tonn (iLaks, 2013). Det reduserte tilbudet fra Chilenske produsenter åpnet opp for en økt norsk eksport til USA, hvor norske eksportører har opplevd en betydelig vekst de siste årene. Ettersom situasjonen i Chile bedret seg gjennom 2011-2012 har chilenske produsenter i stor grad forsøkt å ta igjen tapte markedsandeler. I dag er imidlertid Chile på nytt rammet av biologiske utfordringer som følger av algeproblemer og virussykdommer (iLaks, 2016a). Dette vil trolig gi utslag i mindre slaktevolum enn forventet, hvilket kan åpne opp for nye og større markedsandeler for norske produsenter. På lengre sikt kan man imidlertid trolig forvente en økende konkurranse fra chilenske produsenter i både europeiske, amerikanske og asiatiske markeder etter hvert som situasjonen bedrer seg.

2.1.5 Miljøutfordringer i bransjen

Den store produksjonsøkningen innen oppdrett har ført til ulik påvirkning på miljøet rundt. Det er i dag en bred enighet om at lakselus og rømt oppdrettslaks utgjør de største utfordringene for bransjen. I tillegg er forurensning og utslipp av næringsalter, tilgang på fiskefôr samt egnede arealer sentrale utfordringer. Det arbeides kontinuerlig for å finne tilfredsstillende løsninger på utfordringene slik at bransjen kan vokse ytterligere i fremtiden.

Lakselus

Lakselus lever som parasitter på laksen hvor den livnærer seg av huden og blodet til laksen. Dette forårsaker sår og vevskader, som igjen kan føre til problemer med saltbalansen, infeksjoner og redusert vekst hos laksen. Dersom laksen blir rammet av et stort nok antall lus vil den til slutt dø av belastningen (Havforskningsinstituttet, 2015, s. 24). Lakselusen har videre en dokumentert påvirkning på villaksen. De områdene hvor villaksen er mest rammet av lakselus er tilknyttet steder nær oppdrettsanlegg (Asche og Bjørndal, 2011, s. 79). Oppdrettsvirksomheter er således pålagt å bekjempe lakselus. Et stort problem er imidlertid at lakselusen over tid har utviklet resistens mot flere av medikamentene som benyttes for å forhindre problemet (Havforskningsinstituttet, 2015, s. 29).

Rømming og genetisk påvirkning

Problemet med rømt oppdrettslaks er at den på samme måte som villaksen vandrer opp i elvene for å gyte. Dette kan føre til sterk konkurranse blant gyteplassene, men også til at oppdrettslaksen og villaksen gyter sammen. Genetisk påvirkning bidrar til å redusere villaksens tilpasningsevne til lokale forhold og gjør den mindre motstandsdyktig mot skift i miljøet. Det er i tillegg en kontinuerlig fare for at rømt oppdrettslaks påvirker villaksen gjennom spredning av sykdommer og lakselus (Asche mfl., 2013, s. 86). Den største årsaken til at oppdrettslaks rømmer er primært vinterstormer og skadet utstyr. Det ble i 2006 registrert rekordmange rømminger (921 000 rømte laks), hvilket har ført til en rekke tiltak for å forhindre nye rømmingshendelser (Fiskeridirektoratet, 2016a). Bedre kontroll og overvåking av merdene har de senere årene ført til at antallet rømt oppdrettslaks er redusert, og holdes i dag stabilt. Til tross for dette opplever bransjen enda for høye rømmingstall i forhold til hva som er ønskelig (Havforskningsinstituttet, 2015, s. 20).

Forurensning og utslipp

Forurensning og utslipp fra oppdrettsanlegg kommer hovedsakelig fra organisk avfall som fôravfall og fiskeavføring. Problemet med avfallet er at det fører til høyere konsentrasjon av næringsstoffer i havet, hvilket reduserer oksygenivået i området rundt merdene. Dette øker risikoen for sykdommer og giftige gasser som kan skade laksen, og i verste tilfelle skade økosystemet rundt anleggene (Asche og Bjørndal, 2011, s. 74).

Tilgang på fôrressurser

Fiskefôr har tradisjonelt bestått av marine råstoffer som fiskemel og fiskeolje. Den store økningen i lakseproduksjon har imidlertid medført knapphet på slike ressurser. Dette har ført til at fôrsammensetningen i dag er basert på både marine råstoffer og vegetabiliske proteiner og oljer. Asche og Bjørndal (2011, s. 69) påpeker at det er vanskelig å erstatte fiskemel og fiskeolje helt, som følge av dets høye innhold av proteiner og annen næringsstruktur. Bransjens evne til å finne en tilfredsstillende tilgang på fôrressurser må løses før man kan øke produksjonen av laks i vesentlig grad i fremtiden.

Tilgang på areal og gode oppdrettslokaliteter

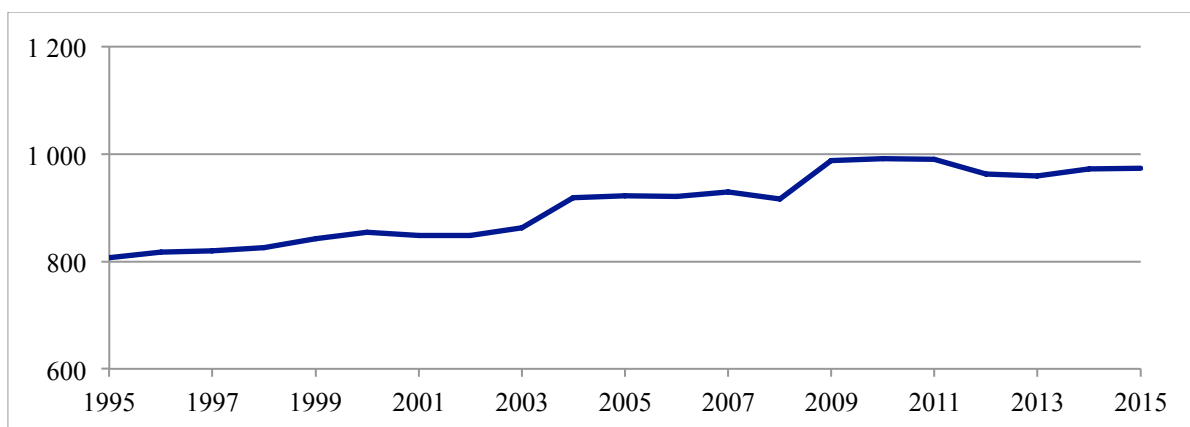
Norges kystlinje og tilgang på areal er et av landets viktigste fortrinn for produksjon av laks. Likevel opplever oppdrettsvirksomheter i dag at tilgang på områder egnet for oppdrett er blitt en mangel for å sikre bærekraftig utvikling. Tettheten blant flere av dagens oppdrettsanlegg, særlig på Vestlandet, er svært stor. Kombinert med dagens produksjon i åpne merder utgjør dette en kontinuerlig smitterisiko, spesielt ovenfor lakselus som spres mellom anleggene med havstrømmer. Tilgang på egnet areal for oppdrett er således en viktig faktor for å sikre videre vekst og utvikling (St. meld. nr. 16 (2014-2015), s. 38). Det arbeides med å finne nye måter å drive oppdrett på som kan ta i bruk nye områder på en bærekraftig måte, som eksempelvis offshore og landbaserte oppdrettsanlegg.

2.1.6 Konesjonssystemet

Den norske oppdrettsbransjen er regulert gjennom konsesjoner som tildeles etter akvakulturloven (2005, §§ 1 til 9). Hovedkomponentene i en konsesjon er beskrevet i § 5, der det fremgår at alle aktører må ha tillatelse for å drive oppdrett på en geografisk lokalitet. Formålet med reguleringen er å sikre en bærekraftig utvikling relatert til miljøutfordringene som bransjen står ovenfor, samt bidra til sysselsetting og verdiskapning langs norskekysten. Konesjonssystemet skiller mellom ulike tillatelser for produksjon og forskning, der

tillatelser for produksjon av matfisk av laks og ørret er begrenset. Dette innebærer at konsesjoner for oppdrettslaks kun tildeles når Nærings- og fiskeridepartementet bestemmer det. Tildelinger skjer gjennom egne tildelingsrunder til en fastsatt pris. Da etterspørselen etter matfiskkonsesjoner for laks har vært større enn antall tildelte konsesjoner de siste årene, har søkerne måtte konkurrere om et begrenset antall konsesjoner basert på varierende kriterier fra hver enkelt tildelingsrunde (St. meld. nr. 16 (2014-2015), s. 29-31). Tildelte konsesjoner er som hovedregel ikke tidsbegrenset, så fremt de driftes aktivt og ikke strider med gjeldende regelverk (Regjeringen, 2011, s. 38).

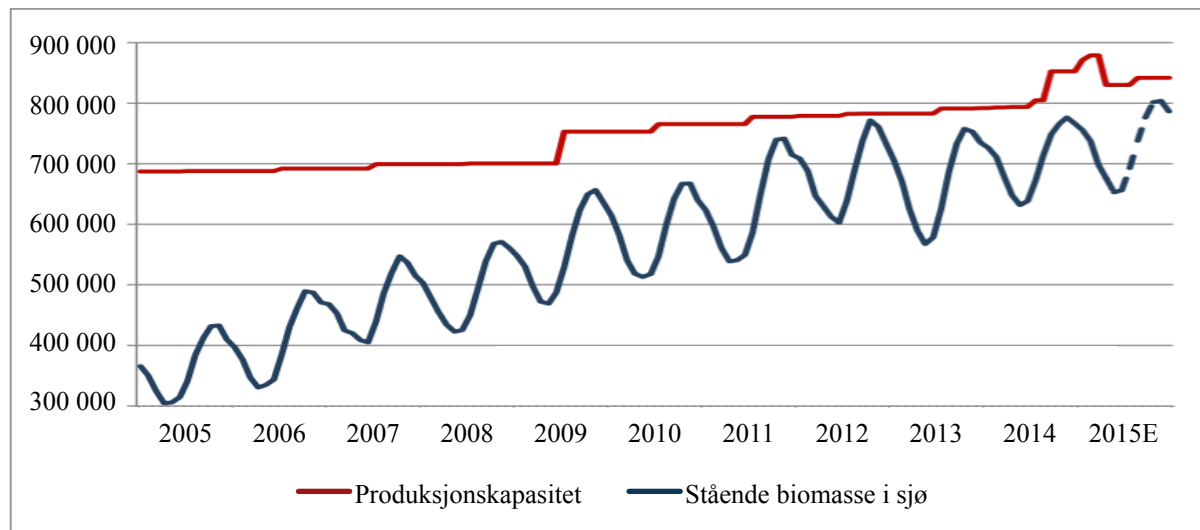
Figuren under viser utviklingen i tildelte matfiskkonsesjoner for laks og ørret i perioden fra 1995 til 2015 (Fiskeridirektoratet, 2016b). Som det fremgår av figuren har det kun vært en svak utvikling i tildelte konsesjoner fra 1995:



Figur 7: Utvikling i matfiskkonsesjoner for laks og ørret i Norge

Maksimalt tillatt biomasse

Hver enkelt konsesjon er videre regulert gjennom *maksimalt tillatt biomasse* (MTB), som innebærer maksimalt produksjonsvolum på en lokalitet til enhver tid. MTB-nivået er satt til 945 tonn for konsesjoner i Troms og Finnmark, og 780 tonn for konsesjoner i resten av landet. Årsaken til et høyere MTB-nivå i nord skyldes lavere tilvekst i merdene som følge av kaldere havtemperaturer. Veksten i oppdrettsbransjen er således begrenset av både konsesjonssystemet og MTB-reguleringene (SINTEF, 2013, s. 44-47). Figur 8 viser utviklingen i biomasse for laks og ørret i perioden 2005-2015 (Marine Harvest, 2015b, s. 59). Den blå linjen viser stående biomasse i sjøen, og den røde linjen viser tildelt produksjonskapasitet. Sistnevnte beregnes av stående biomasse multiplisert med antall konsesjoner:



Figur 8: Utviklingen i tildelt og stående biomasse

Som det fremgår av figuren har oppdrettsvirksomheters stående biomasse i sjøen vokst kraftigere enn tildelt produksjonskapasitet (konsesjoner og biomasse) de siste årene. Mye av årsaken til dette er fordi flere oppdrettsvirksomheter har klart å øke produksjonen gjennom økt utnyttelse per konsesjon de siste årene som følge av en rekke forbedringer. Dette har dog ført til at flere oppdrettsvirksomheter nærmet seg toppen for maksimal utnyttelse under dagens system allerede i 2011-2012 (St. meld. nr. 16 (2014-2015), s. 26). Bransjens videre utvikling og vekst er dermed helt avhengig av nye konsesjoner eller en økning i MTB-nivået på eksisterende konsesjoner. Myndighetene besluttet derfor i juni 2015 at alle virksomheter kan få mulighet til en fem prosent økning i MTB-nivået på sine konsesjoner mot en pris på 1 MNOK per konsesjon. Det fremgår imidlertid at miljøkravene knyttet til økningen er svært strenge, og oppdrettere som ønsker en fem prosent økning forplikter seg til å holde lusenivået under 0,1 lakselus per fisk og kan maksimalt benytte to medikamentelle behandlinger gjennom produksjonen (St. meld. nr. 16 (2014-2015), s. 32).

Grønne konsesjoner

Det ble i 2013 kunngjort at 45 *grønne konsesjoner* skulle tildeles virksomheter i 2014. Formålet med tillatelsene er å redusere bransjens største miljøutfordringer relatert til lakselus og rømt oppdrettslaks (Fiskeridirektoratet, 2014). De 45 konsesjonene ble fordelt på tre forskjellige grupper med egne kriterier. Det ble i gruppe A utlyst 20 konsesjoner forbeholdt Troms og Finnmark til en pris på 10 MNOK per konsesjon, mens det i gruppe B ble utlyst 15 konsesjoner for hele landet i en lukket budrunde der laveste aksepterte bud tilsvarte 55 MNOK per konsesjon (Intrafish, 2014a). Felles for de to gruppene er at de plikter seg til å redusere risikoen for at rømt oppdrettslaks påvirker villaksen, eller sikre at det hele tiden er

mindre enn 0,25 lus per fisk i oppdrettsanlegget. Det ble i tillegg stilt innløningsplikt til én eksisterende konsesjon mot to nye grønne konsesjoner (Fiskeridirektoratet, 2014). Det ble i gruppe C utlyst 10 konsesjoner for hele landet til en pris på 10 MNOK per konsesjon (Intrafish, 2014a). Kriteriet i gruppe C er å redusere risikoen for at rømt oppdrettslaks påvirker villaksen, eller sikre at det hele tiden er mindre enn 0,1 lus per fisk i anlegget. Gruppe C stilte ikke krav om innløningsplikt, da disse konsesjonene hadde strengere kriterier (Fiskeridirektoratet, 2014).

Gruppe A	Gruppe B	Gruppe C
<ul style="list-style-type: none"> • 20 stk • Troms og Finnmark • 10 MNOK per konsesjon • Redusere rømming eller maks 0,25 lus per fisk • 59 søknader 	<ul style="list-style-type: none"> • 15 stk • Hele landet • Budrunde • Redusere rømming eller maks 0,25 lus per fisk • 72 søknader 	<ul style="list-style-type: none"> • 10 stk "mørkegrønne" • Hele landet • 10 MNOK per konsesjon • Redusere rømming eller maks 0,1 lus per fisk • 122 søknader

Figur 9: Oversikt over de grønne konsesjonene

Utviklingskonsesjoner

Nærings- og fiskeridepartementet vedtok høsten 2015 at det skal innføres et ubegrenset antall *utviklingskonsesjoner* som kan tildeles virksomheter med store innovasjonsprosjekter. Formålet med konsesjonene er å stimulere til teknologiutvikling og nye måter å drive oppdrett på som kan redusere og eliminere oppdrettsbransjens areal- og miljøutfordringer. Konseptet er en prøveordning over to år. Dersom utviklingsprosjektene lykkes og forhåndsdefinerte kriterier oppfylles, kan konsesjonene overføres til matfiskkonsesjoner etter endt prøveperiode mot en pris på 10 MNOK per konsesjon. Så langt har flere virksomheter søkt om utviklingskonsesjoner for prosjekter som offshore havoppdrett, lukkede merder og landbaserte oppdrettsanlegg (Fiskeridirektoratet, 2016c).

Fremtidig vekst og regulering av bransjen

Det er i dag en bred politisk enighet om oppdrettsbransjens enorme potensiale. Både tidligere og nåværende regjering har uttalt satsinger på videre utvikling av bransjen, blant annet i Stortingsmelding nr. 16 for perioden 2014-2015, *Forutsigbar og miljømessig bærekraftig vekst i norsk lakse- og ørretoppdrett*. Sentralt i stortingsmeldingen er at oppdrettsbransjen skal få muligheter til å vokse i fremtiden, men at dette må skje på en bærekraftig måte. Dette innebærer at dagens miljøutfordringer må løses eller reduseres før videre vekst er aktuelt. Tildelingen av de grønne konsesjonene og utviklingskonsesjonene skal bidra til å redusere utfordringene og understøtter dette poenget. Stortingsmeldingen foreslår videre at fremtidig

vekst og regulering av bransjen bør foregå ut ifra et system der kysten deles inn i 11-13 ulike produksjonsområder (St. meld. nr. 16 (2014-2015), s. 9). Hvorvidt produksjonen i området er miljømessig bærekraftig, vil vurderes ut ifra en fastsatt *miljøindikator*. Hele landet vil vurderes av den samme miljøindikatoren, men vekst eller reduksjon vil foregå ut ifra hvert enkelt område. Reguleringen beskrives som et *trafikklyssystem*, der rødt lys kan føre til en umiddelbar reduksjon av produksjonen, gult lys tilsier at produksjonen kan fortsette, og grønt lys kan føre til en umiddelbar økning i produksjonen. Det fremgår at den mest fornuftige miljøindikatoren er påvirkningen av lakselus på villaksen i områder tilknyttet oppdrettsanlegg. På lengre sikt kan det bli aktuelt med andre målbare miljøindikatorer som eksempelvis utslipp av næringssalter. Regjeringen åpner opp for en vekst på 6 % hvert andre år ved grønn miljøindikator. Veksten skal fordeles på både tildeling av nye konsesjoner og økning i MTB-nivået. Det fremgår av stortingsmeldingen at den nye ordningen tidligst kan innføres fra høsten 2017 (St. meld. nr. 16 (2014-2015), s. 47-49).

2.1.7 Norske oppdrettsvirksomheter

Historisk sett har den norske oppdrettsbransjen bestått av en rekke mindre aktører. Bransjen har imidlertid fra 1990-tallet vært preget av en økt horisontal konsolidering, og består i dag hovedsakelig av noen få store aktører. Vi vil i det følgende presentere de største virksomhetene i den norske oppdrettsbransjen, nemlig Marine Harvest Group, Lerøy Seafood Group, SalMar, Cermaq og Grieg Seafood Group. Disse utgjør de sammenlignbare virksomhetene til NRS, og vil dermed være sentrale for videre analyser i utredningen.


Marine Harvest Group

Marine Harvest Group er i dag den største produsenten av oppdrettslaks i Norge, og produserte hele 420 148 tonn laks i 2015. Virksomheten ble etablert i 1965 og har vokst betydelig gjennom organisk vekst, oppkjøp og fusjoner med andre oppdrettsvirksomheter. Blant annet gjennomgikk Marine Harvest en stor fusjon med Panfish og Fjord Seafood i 2006. Siden børsnotering i 2002 har virksomheten også blitt notert på New York Stock Exchange i 2014. Marine Harvest satser i dag stort på forskning og utvikling for å løse miljøutfordringer, og er således en viktig pådriver for innovasjon i bransjen (Marine Harvest, 2016a). Blant annet har virksomheten utviklet et prøveprosjekt for lukkede oppdrettsanlegg, kalt *Egget*. Anlegget skal forhindre sentrale utfordringer relatert til rømt laks og lakselus, samt gi bedre kontroll over fiskefôr. Marine Harvest har søkt om 14 utviklingskonsesjoner for sitt prosjekt og venter på behandlingen av disse (iLaks, 2016b).

Forretningsområder

Marine Harvest kontrollerer hele verdikjeden fra stamfisk, rogn, matfisk, foredling og distribusjon til salg. Virksomheten besluttet i 2012 å starte sin egen avdeling for fôrproduksjon, og er dermed selvforsynt i alle ledd. Marine Harvest har oppdrettsanlegg langs hele kysten fra Flekkefjord i sør til Troms i nord. I tillegg har virksomheten produksjon i en rekke andre land som Skottland, Canada, Chile, Irland og Færøyene. Deres viktigste eksportmarkeder utgjør EU-området, USA og Asia (Marine Harvest, 2016b).

Finansielle nøkkeltall

	Driftsinntekter (1000 NOK)	EBITDA-margin	EK-andel	Total produksjon (tonn)	Heleide konsesjoner i Norge
	27 880 700	11,5 %	45 %	420 148	224

Tabell 1: Nøkkeltall Marine Harvest Group, 2015


Lerøy Seafood Group

Lerøy Seafood Group har historie helt tilbake til 1800-tallet. Virksomheten er i dag den nest største produsenten av laks i Norge, og produserte 157 697 tonn laks i 2015. Lerøy ble børsnotert i 2002, og har siden vokst både organisk og gjennom oppkjøp av en rekke mindre virksomheter (Lerøy, 2015, s. 11). I dag satser Lerøy stort på produktutvikling og tilbyr et bredt spekter av ulike fiskeprodukter. I tillegg til laks har virksomheten også hatt suksess med hvitfisk, skalldyr og sushi (Lerøy, 2015, s. 5).

Forretningsområder

Lerøy er en helintegreert oppdrettsvirksomhet og kontrollerer alle leddene i verdikjeden fra stamfisk til salg. Oppdrettsvirksomheten er hovedsakelig basert i Norge i henholdsvis Vest-, Midt- og Nord-Norge. I tillegg har virksomheten noe produksjon i Skottland gjennom en eierandel i Scottish Sea Farms, samt videreforedling i en rekke europeiske land. Lerøy har også salgskontor i blant annet Frankrike, Spania, Skottland, Japan, Kina og USA. På denne måten sikres tilstedeværelse i deres viktigste eksportmarkeder (Lerøy, 2015, s. 4-19).

Finansielle nøkkeltall

	Driftsinntekter (1000 NOK)	EBITDA-margin	EK-andel	Total produksjon (tonn)	Heleide konsesjoner i Norge
	13 450 725	13,5 %	55 %	157 697	146

Tabell 2: Nøkkeltall Lerøy Seafood Group, 2015


SalMar

SalMar ble etablert i 1991 etter en periode med en rekke konkurser i oppdrettsbransjen, og deres første konsesjon stammet fra et konkursbo (SalMar, 2015, s. 11). I dag er virksomheten den tredje største produsenten av laks i Norge og produserte hele 136 400 tonn laks i 2015. SalMar ble børsnotert i 2007, og har etter dette vokst mye gjennom en rekke oppkjøp av mindre virksomheter. SalMar satser i dag stort på forskning og innovasjon. I 2011 åpnet virksomheten *InnovaMar*, som anses som et av verdens mest innovative anlegg for bearbeiding av laks (SalMar, 2016a). I tillegg har SalMar utviklet et prøveprosjekt med havbasert oppdrettsanlegg, kalt *Ocean Farming*. Anlegget er basert på offshoreteknologi og er delvis nedsenkbart i områder med dyp på 100 til 300 meter. Her er de biologiske forholdene for laks svært gode, og lakselus skal i teorien ikke være en utfordring på dette dypet (SalMar, 2015, s. 14). SalMar fikk i februar 2016 tildelt åtte utviklingskonsesjoner til prosjektet (SalMar, 2016b).

Forretningsområder

SalMar er et helintegrert oppdrettsselskap og har kontroll over hele verdikjeden fra stamfisk til salg. Oppdrettsvirksomheten er hovedsakelig lokalisert i Nord-Norge, Rauma og Midt-Norge. I tillegg har virksomheten noe produksjon i Skottland gjennom en eierandel i Scottish Sea Farms (SalMar, 2016c). SalMar selger laks til over 40 ulike nasjoner og deres viktigste markeder er Europa, Asia og USA (SalMar, 2015, s. 51-52).

Finansielle nøkkeltall

	Driftsinntekter (1000 NOK)	EBITDA-margin	EK-andel	Total produksjon (tonn)	Heleide konsesjoner i Norge
 SALMAR	7 326 200	23,5 %	48 %	136 400	100

Tabell 3: Nøkkeltall SalMar, 2015

Cermaq

Cermaq stammer fra tidligere Stakorn Holding som ble stiftet i 1995. Virksomheten produserte 136 700 tonn laks i 2014. Cermaq har de siste årene gjennomgått betydelige endringer. Virksomheten valgte i 2013 å selge sin fôrvirksomhet EWOS. Cermaq ble i 2014 kjøpt av Mitsubishi Corporation og tatt av Oslo Børs (Cermaq, 2014a).

Forretningsområder

Cermaq har etter salget av fôrvirksomhet konsentrert seg om oppdrett av laks og ørret, og har kontroll over hele verdikjeden fra stamfisk til videreforedling. Virksomheten har oppdrett i viktige områder i Norge som Nordland og Finnmark, i tillegg til oppdrett i Chile og Canada. I tillegg til de nevnte landene har Cermaq noe salgsvirksomhet i Frankrike og Tyskland, som er deres viktigste eksportmarkeder. Andre viktige eksportmarkeder utgjør Asia og USA (Cermaq, 2016).

Finansielle nøkkeltall

	Driftsinntekter (1000 NOK)	EBITDA-margin	EK-andel	Total produksjon (tonn)	Heleide konsesjoner i Norge
<i>cermaq</i>	5 616 143	14,6 %	47 %	136 700	49

Tabell 4: Nøkkeltall Cermaq, 2014


Grieg Seafood Group

Grieg Seafood Group ble etablert i 1992. I dag er virksomheten den femte største oppdrettsvirksomheten i Norge og produserte 65 398 tonn laks i 2015. Siden børsnoteringen i 2007 har Grieg som flere andre aktører i bransjen vokst gjennom oppkjøp av mindre oppdrettsvirksomheter (Grieg Seafood, 2016a). Virksomheten gjennomgikk i 2015 omfattende restruktureringer, der blant annet videreforedlingen på Shetland ble avsluttet (Grieg Seafood, 2016b, s. 2).

Forretningsområder

Grieg fremstår som en helintegret oppdrettsvirksomhet fra settefisk til salg. Virksomheten har oppdrettsanlegg i Rogaland og Finnmark, samt Shetland og Canada (Grieg Seafood, 2015, s. 3). På denne måten sikrer Grieg seg nærhet og lavere transportkostnader til deres eksportmarked i USA og Canada (Grieg Seafood, 2015, s. 8). Andre viktige markeder for virksomheten utgjør primært EU-området og Asia (Grieg Seafood, 2015, s. 6).

Finansielle nøkkeltall

	Driftsinntekter (1000 NOK)	EBITDA-margin	EK-andel	Total produksjon (tonn)	Heleide konsesjoner i Norge
	4 638 370	5,5 %	38 %	65 398	44

Tabell 5: Nøkkeltall Grieg Seafood Group, 2015

2.2 Presentasjon av Norway Royal Salmon

2.2.1 Historisk utvikling

NRS ble dannet i 1992 av 34 lakseoppdrettere som ønsket å formidle salg og markedsføring av oppdrettslaks. Virksomheten tok i 2006 en strategisk beslutning om å etablere seg som oppdretter av laks i tillegg til å være en salgs- og markedsføringsvirksomhet. Siden den gang har NRS vokst gjennom en rekke oppkjøp av mindre aktører i bransjen, og ble børsnotert i 2011 (Norway Royal Salmon, 2016a). Virksomheten forvalter i dag totalt 35 konsesjoner for oppdrett, hvorav 10 av disse er grønne konsesjoner som ble tildelt i 2014. De nye konsesjonene innebærer satsing mot en mer miljørettet utvikling og utgjør et organisk vekstpotensial for NRS (Norway Royal Salmon, 2015a, s. 17).

2.2.2 Forretningsområder

NRS består av forretningsområdene oppdrett og salg. Oppdrettsvirksomheten er videre delt inn i Region Nord og Region Sør.

Oppdrettsvirksomhet

Region Nord dekker Vest-Finnmark og Troms, der totalt 29 konsesjoner forvaltes. Slaktet volum i regionen tilsvarte 22 971 tonn i 2015 (Norway Royal Salmon, 2016b, s. 5). Vest-Finnmark er representert ved det heleide datterselskapet NRS Finnmark AS og drifter 19 konsesjoner. Troms er delt inn i datterselskapene Nor Seafood AS og Nord Senja Laks AS med eierandeler på henholdsvis 82,5 % og 100,0 %, og drifter totalt 10 konsesjoner. Forholdene for å drive lakseoppdrett i Nord-Norge er svært gunstige grunnet en betydelig kaldere havtemperatur enn resten av landet. Dette fører til mindre forekomst av lakselus og sykdommer (Norway Royal Salmon, 2015a, s. 19).

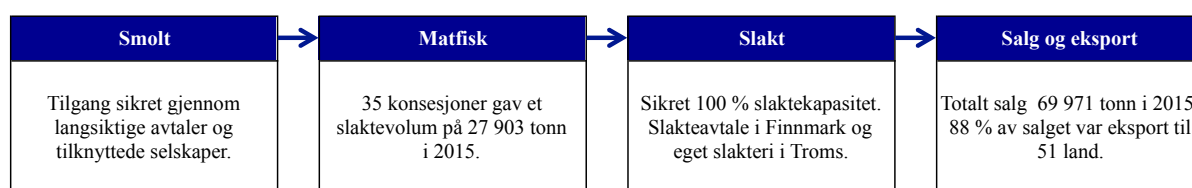
Region Sør er lokalisert utenfor Haugesund og består av det heleide datterselskapet NRS Feøy AS. Regionen slaktet 4 932 tonn laks i 2015 og drifter totalt seks konsesjoner (Norway Royal Salmon, 2016b, s. 6). Lokalitetene i Sør blir driftet som én enhet, noe som på sikt skal føre til en jevnere produksjon og bedre lønnsomhet (Norway Royal Salmon, 2015a, s. 19).

Salgsvirksomhet

Salgsvirksomheten dekker salg av laks fra egen oppdrettsvirksomhet, samt salg på vegne av tilknyttet kjedevirksomhet. Kjedevirksomheten innebærer et samarbeid der oppdrettere

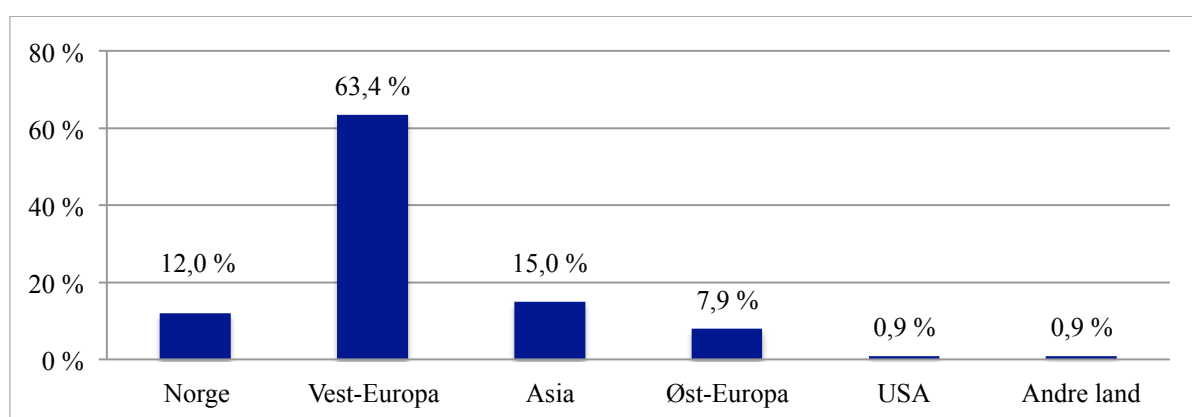
selger minst 75 % av sin produksjon gjennom NRS (Norway Royal Salmon, 2014, s. 17). På denne måten sikrer salgsvirksomheten tilgang på laks gjennom et nettverk bestående av egne datterselskap, tilknyttede selskap, kjedemedlemmer og eksterne produsenter. NRS tilbyr i sin tur samarbeidspartnere stordriftsfordeler gjennom fellesavtaler for førkjøp og implementering av krav for kvalitet og matsikkerhet (Norway Royal Salmon, 2015a, s. 19).

NRS fremstår således som en helintegret oppdrettsvirksomhet med kontroll over verdikjeden fra smolt til salg- og markedsføring av laksen. Figur 10 viser NRS sin deltakelse i de ulike leddene:



Figur 10: NRS sin verdikjede for lakseoppdrett

Den største andelen av laksen som selges kommer fra tilknyttede produsenter som har inngått en kjedeavtale med NRS. En stadig større andel av laksen kommer imidlertid fra NRS sin egen oppdrettsvirksomhet, hvor vi ser en økning fra 15 % i 2009 til 40 % i 2015. Denne andelen forventes å øke i fremtiden som følge av vekst i produksjonskapasiteten. Totalt blir 88 % av salget eksportert til 51 land. De viktigste markedene for NRS utgjør Vest-Europa, Asia, Øst-Europa og USA. Figuren under viser NRS sitt prosentvise salg av oppdrettslaks til de ulike markedene i 2015 (Norway Royal Salmon, 2016b, s. 8):



Figur 11: Salg av oppdrettslaks i 2015

2.2.3 Bærekraftig fokus

Satsing på steril laks og grønne konsesjoner

NRS har de siste årene forsket på produksjon av steril laks. Metoden går ut på å utsette den befruktede rognen for høyt trykk. Dette gjør at laksen blir steril, og følgelig vil den ikke skade villaksen i like stor grad ved en eventuell rømming fra merdene. Metoden har ikke hatt fotfeste i norsk oppdrett tidligere, da den sterile laksen har vært forbundet med en rekke velferdsutfordringer som lavere vekst og høyere forekomst av deformiteter og dødelighet. Ny forskning viser imidlertid at utfordringene kan motvirkes ved lavere temperaturer og høyere innhold av fosfor i fiskefôret. Således bør den sterile laksen produseres i områder med kalde temperaturer og en tilpasset diett (Havforskningsinstituttet, 2015, s. 12-14).

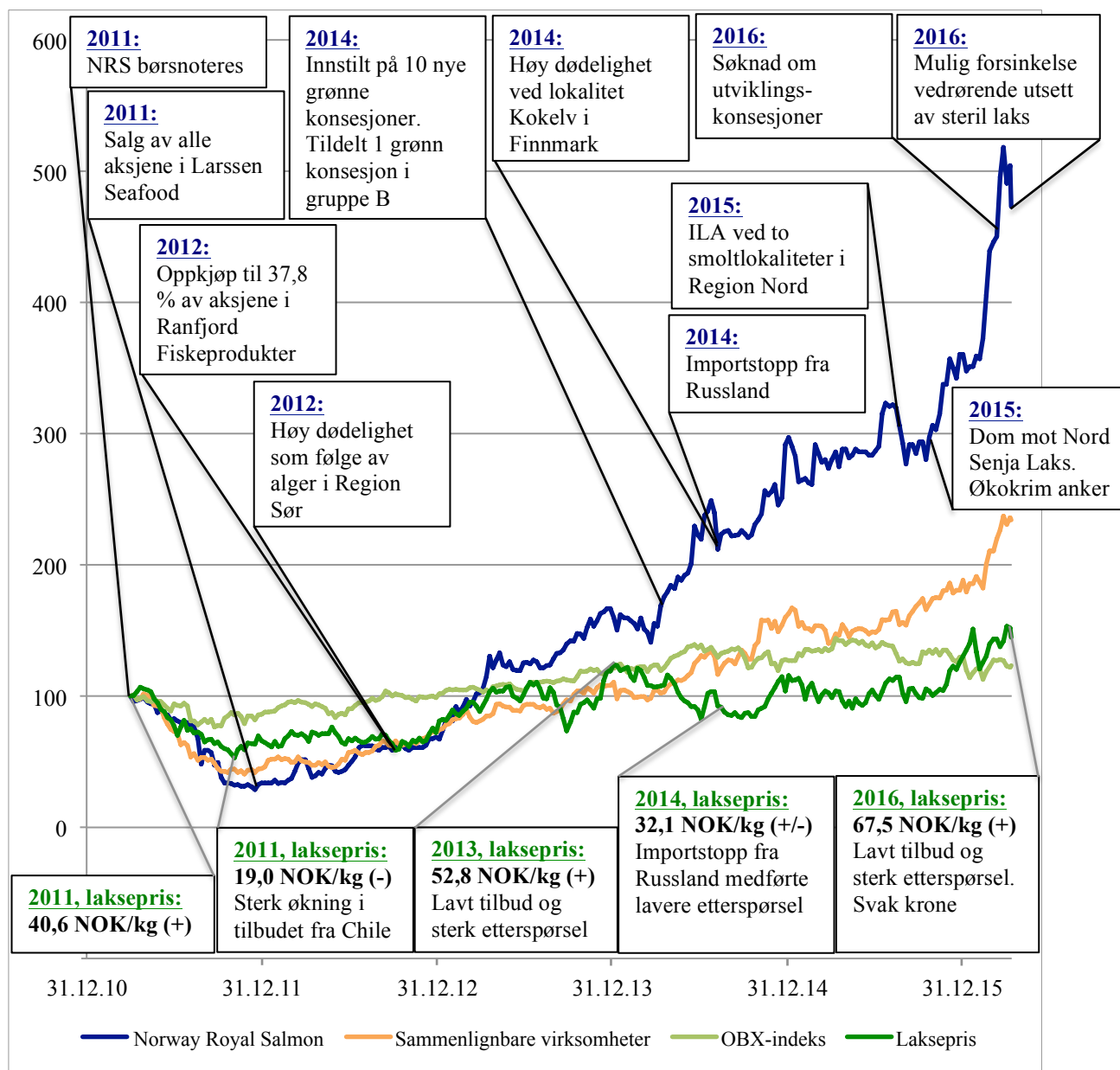
NRS sin satsing på steril laks ble særlig lagt vekt på da virksomheten fikk tildelt 10 av 45 grønne konsesjoner ved forrige tildelingsrunde i 2014 (Intrafish, 2014b). Bruk av steril laks i kommersiell oppdrett ble dermed ansett som et viktig bidrag for å forhindre at rømt oppdrettslaks bidrar til genetisk påvirkning på villaksen. De grønne konsesjonene vil øke produksjonskapasiteten med 40 % og innebærer dermed et betydelig vekstpotensial for NRS fremover (Norway Royal Salmon, 2015a, s. 7). For å kunne benytte de grønne konsesjonene til produksjon av steril laks kreves det i tillegg dispensasjon fra akvakulturdriftsforskriften, som forvaltes av Mattilsynet. NRS fikk i 2015 dispensasjon for produksjon og utsett av steril settefisk, og har så langt opplevd gode erfaringer med fiskevelferden til den sterile laksen (Intrafish, 2016). NRS planlegger i løpet av 2016 produksjon og utsett i storskala av 1,6 millioner steril settefisk. Virksomheten har allerede fått dispensasjon til å produsere settefisken som nå er klar for overføring til sjøen, men venter på dispensasjon fra Mattilsynet for utsett (Oslo Børs, 2016a).

Satsing på ny teknologi og utviklingskonsesjoner

NRS har i samarbeid med Aker i mars 2016 søkt om 15 nye utviklingskonsesjoner for utviklingen av et offshore oppdrettsanlegg. Anlegget er halvt nedsenkbart og basert på offshoreteknologi som gjør det mer robust ovenfor vær og stormer. Konseptet vil således kunne ta i bruk åpne havområder som tidligere ikke var egnet for oppdrett, og bidrar til å løse arealutfordringen som oppdrettsbransjen står ovenfor. NRS og Aker venter på behandlingen av sin søknad for offshore oppdrettsanlegg (Norway Royal Salmon, 2016c).

2.2.4 Finansiell utvikling

Vi illustrerer NRS sin finansielle utvikling med følgende figur:



Figur 12: Aksjekursutvikling NRS, indeksert






Kort tid etter NRS sin børsnotering i april 2011 falt lakseprisen kraftig som følge av den sterke økningen i tilbudet fra Chile. Dette medførte en turbulent start for NRS sin børsnotering, og den lave lakseprisen påvirket aksjekursen til NRS negativt. Salget av alle aksjene i Larssen Seafood AS påvirket ikke aksjekursen nevneverdig. Det gjorde heller ikke oppkjøpet til 37,8 % av aksjene i Ranfjord Fiskeprodukter AS og den høye dødeligheten som følge av alger i Region Sør i 2012. Da derimot lakseprisen fikk en oppsving i 2013, ser vi at aksjekursen ble positivt påvirket. Aksjekursen steg videre kraftig da NRS i april 2014 mottok

en innstilling på ti nye grønne konsesjoner, hvorav én grønn konsesjon i gruppe B ble tildelt kort tid etter. Det ble derimot en reduksjon i aksjekursen som følge av importstoppen fra Russland i august 2014, samt høy dødelighet ved lokalitet Kokelv i Finnmark. Importstoppen påvirket umiddelbart lakseprisen negativt, men den tok seg opp igjen kun få måneder etter dette. Videre resulterte tildelingen av de siste ni grønne konsesjonene i gruppe A til en kraftig kursoppgang i desember 2014. ILA-utbrudd ved to lokaliteter i Region Nord kombinert med en reduksjon i lakseprisen i august 2015, førte til et fall i aksjekursen. Datterselskapet Nord Senja Laks AS ble i oktober idømt en bot på 5 MNOK i oktober for brudd på regler om rapportering, uriktige opplysninger til Mattilsynet og ett tilfelle av mangelfull sikring av fisk i slaktemerd. Dette var en vesentlig mildere dom enn aktors påstand om rettighetstap for Nord Senja Laks AS sine konsesjoner. Lakseprisen har siden oktober 2015 hatt en kraftig oppgang, og var på hele 67,5 NOK/kg i mars 2016. Aksjekursen har også steget kraftig i samme periode. Videre søkte NRS i mars 2016 om nye utviklingskonsesjoner, hvilket også preger aksjekursen positivt. Kursoppgangen fortsetter til april, hvor mulige forsinkelser vedrørende utsett av steril laks som følge av manglende godkjenning fra Mattilsynet ser ut til å ha preget aksjekursen negativt.

Vi ser dermed at NRS har hatt en eventyrlig aksjekursutvikling, og en mye sterkere utvikling enn de sammenlignbare virksomhetene. Disse ble også i starten av perioden påvirket negativt av det kraftige fallet i lakseprisen, men har i perioden som helhet likevel hatt en bedre utvikling enn den oljetunge hovedindeksen på Oslo Børs, særlig etter at oljekrisen slo inn for fullt høsten 2015.

2.2.5 Hvordan NRS skiller seg fra de sammenlignbare virksomhetene

Det synes først og fremst å være en rekke likheter mellom de sammenlignbare virksomhetene i den norske oppdrettsbransjen. For det første selger alle primært fersk laks som sitt hovedprodukt. Dette gjør at alle vil være utsatt for svingninger i lakseprisen. For det andre har flertallet av virksomhetene vokst gjennom oppkjøp av mindre virksomheter og utgjør i dag helintegreerte oppdrettsvirksomheter. For det tredje har alle virksomhetene sine hovedmarkeder i Europa, Asia og USA, hvilket gjør dem utsatt for de samme politiske og juridiske forholdene i områdene. Alle virksomhetene har dermed blitt påvirket av markedshindringer fra Russland og Kina. For det fjerde synes de fleste sammenlignbare virksomhetene å ha en relativt solid egenkapitalandel. Tabell 6 viser en oppsummering av nøkkeltallene for NRS og de sammenlignbare virksomhetene:

	Driftsinntekter (1000 NOK)	EBITDA-margin	EK-andel	Total produksjon (tonn)	Heleide konsesjoner i Norge
	27 880 700	11,5 %	45 %	420 148	224
	13 450 725	13,5 %	55 %	157 697	146
	7 326 200	23,5 %	48 %	136 400	100
<i>cermaq</i>	5 616 143	14,6 %	47 %	136 700	49
	4 638 370	5,5 %	38 %	65 398	44
	3 210 548	8,4 %	41 %	27 903	35

Tabell 6: Nøkkeltall for NRS og de sammenlignbare virksomhetene

Vi mener at NRS hovedsakelig skiller seg fra de sammenlignbare virksomhetene på fire områder. Vi vil i det følgende gjøre kort rede for disse, før de vil bli diskutert videre i den kvalitative SVIMA-analysen i delkapittel 4.2.1 og den kvantitative historiske analysen i delkapittel 6.2.1.

Primært lokalisert i Nord-Norge

Både NRS og de sammenlignbare virksomhetene har oppdrettsvirksomhet i Nord-Norge. NRS skiller seg imidlertid fra de sammenlignbare virksomhetene ved å ha en større andel av sine konsesjoner lokalisert i Nord-Norge. 29 av 35 konsesjoner er i dag lokalisert i Nord-Norge, hvilket tilsvarer 82 % av virksomhetens totale andel konsesjoner. De sammenlignbare virksomhetene har i tillegg til konsesjoner i Nord-Norge en betydelig oppdrettsvirksomhet i resten av landet og i noen tilfeller i utlandet.

Satsing på steril laks

NRS skiller seg fra de sammenlignbare virksomhetene som den eneste aktøren som fikk tildelt et betydelig antall grønne konsesjoner basert på produksjon av steril laks ved forrige tildelingsrunde i 2014. NRS har dermed et større organisk vekstpotensial enn konkurrentene. Virksomheten er dog ikke den eneste aktøren som forsker på steril laks i oppdrettsbransjen. Siden 2013 har et omfattende forskningsprosjekt mellom seks store oppdrettsvirksomheter forsket på produksjon av steril laks. Formålet med prosjektet er å finne ut hvordan den sterile laksen vil klare seg i produksjon i storskala. Resultatene fra forskningsprosjektet kommer når testingen ferdigstilles i 2017 (Havforskningsinstituttet, 2015, s. 12).

Stor andel ren salgsvirksomhet

NRS skiller seg ut ved å ha en større andel av sin omsetning relatert til salgsvirksomheten. Dette forholdet antas å endre seg i fremtiden som følge av økt produksjonskapasitet i oppdrettsvirksomheten.

Størrelse

NRS skiller seg ut som den minste oppdrettsvirksomheten blant de sammenlignbare virksomhetene. En undersøkelse fra det norske Fiskeridirektoratet viser at større virksomheter som opererer med flere konsesjoner synes å ha relativt sett lavere kostnader (Asche og Bjørndal, 2011, s. 46). Dette kan være en indikasjon på at NRS har lavere stordriftsfordeler enn de sammenlignbare virksomhetene.

3. Verdenssettelsesmodeller

Vi vil i dette kapitlet presentere relevante verdenssettelsesmodeller som kan benyttes til å beregne egenkapitalverdien til NRS. Vi skiller i hovedsak mellom fundamental, komparativ og opsjonsbasert verdenssettelse (Kaldestad og Møller, 2015, s. 29). Kapitlet konkluderer med valg av verdenssettelsesmetode.

3.1 Fundamental verdenssettelse

Fundamental verdenssettelse er en inntjeningsbasert verddivurdering basert på en analyse av underliggende forhold, som leder ut i en prognose for fremtidige regnskapstall. Det gjennomføres først en strategisk regnskapsanalyse basert på offentlig tilgjengelig informasjon. Denne gjennomføres i to deler, og består av en kvalitativ strategisk analyse og en kvantitativ regnskapsanalyse. Basert på dette utarbeides deretter prognoser for det fremtidige regnskapet.

Utgangspunktet for den fundamentale verdenssettelsen er en nåverdiberegning av fremtidige kontantstrømmer. Det finnes ulike metoder for dette, blant annet superprofitt-, egenkapital- og totalkapitalmetoden. Ved superprofittmetoden er verdien av virksomheten lik verdien av den investerte kapitalen +/- nåverdien av den mer-/mindreavkastningen denne kapitalen genererer (Kaldestad og Møller, 2015, s. 42). Ved egenkapitalmetoden beregnes nåverdien av fremtidige kontantstrømmer til egenkapitalen, mens ved totalkapitalmetoden beregnes nåverdien av fremtidige kontantstrømmer til totalkapitalen fratrukket markedsverdien av netto finansiell gjeld. Disse tre metodene gir det samme resultatet dersom de brukes konsistent (Kaldestad og Møller, 2015, s. 34).

For å finne verdien av totalkapitalen beregnes fremtidige kontantstrømmer til totalkapitalen, og deretter diskonteres kontantstrømmene til dagens verdi basert på avkastningskravet. Varianter av totalkapitalmetoden er mest benyttet i praksis, og det legges videre til grunn resultat før avskrivninger og amortiseringer, EBITDA, som et estimat på kontantstrøm fra drift (Kaldestad og Møller, 2015, s. 40). Kontantstrømmen til totalkapitalen beregnes på følgende måte (Kaldestad og Møller, 2015, s. 41):

EBITDA-basert kontantstrøm
EBITDA
- Investeringer
- Endring i arbeidskapital
- Effektiv skatt
= Kontantstrøm etter skatt

Tabell 7: Kontantstrøm for verdivurderingsformål

Deretter beregnes virksomhetsverdien på følgende måte:

$$\text{Verdien av totalkapitalen} = \sum_{t=1}^N \frac{\text{Kontantstrøm etter skatt år } t}{(1 + WACC_1)^t} + \frac{\text{Terminalverdi}}{(1 + WACC_2)^N}$$

der:

$$\text{Terminalverdi} = \frac{\text{Kontantstrøm etter skatt år } (N+1)}{WACC_2 - g}$$

Det første leddet utgjør nåverdien av den eksplisitte prognoseperioden, mens det andre leddet utgjør nåverdien av den implisitte perioden, altså terminalverdien.

På generelt grunnlag egner fundamental verdsettelse seg for modne virksomheter som er godt inne i livssyklusen og har en stabil inntjening, slik at fremtidige kontantstrømmer kan estimeres med rimelig sikkerhet. Denne metoden analyserer også verdidriverne, i motsetning til en komparativ verdsettelse der en forutsetter at verdidriverne er identiske hos de sammenlignbare virksomhetene. Fordelene med å bruke en EBITDA-basert kontantstrøm er at EBITDA normalt er et godt estimat på kontantstrøm fra underliggende drift på grunn av sammenstillingsprinsippet. EBITDA er også et tall de fleste analytikere fokuserer på, og det er mulig å sammenligne tallet på tvers av ulike regnskapsregler (Kaldestad og Møller, 2015, s. 41).

På en annen side mangler EBITDA viktige komponenter som inngår i fri kontantstrøm, og metoden er tidkrevende. Metoden krever tilgang på forståelig regnskapsinformasjon, og mange virksomheter mangler fokus på skillet mellom vedlikeholdsinvesteringer, reinvesteringer og kapasitetsinvesteringer (Kaldestad og Møller, 2015, s. 42). Det kan også være utfordrende å estimere fremtidig inntjening og marginer, i tillegg til at det i praksis ofte er utfordrende å modellere avhengigheten mellom de ulike variablene. Terminalverdien er

også veldig sensitiv for endringer i avkastningskravet (Weighted Average Cost of Capital, *WACC*) og veksten (*g*), og en endring på +/- 1 % gir store utslag i verdiestimatet.

3.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse er en verdivurdering basert på hva lignende virksomheter eller eiendeler omsettes for i markedet. Komparativ verdsettelse kan videre deles inn i multiplikatormetoden og substansverdimetoden.

3.2.1 Multiplikatormetoden

Multiplikatormetoden er en markedsbasert tilnærming der markedsverdien beregnes basert på lignende virksomheters forholdstall mellom markedsverdien og et tall i resultatoppstillingen eller balansen. Eksempler på multipler som brukes mye i praksis er den resultatorienterte Pris/EBITDA (Markedsverdi egenkapital/EBITDA) og den balanseorienterte Pris/Bok (Markedsverdi egenkapital/Bokført verdi egenkapital) (Kaldestad og Møller, 2015, s. 151).

Fordelen med metoden er at den er enkel, intuitiv og lite tidkrevende. På en annen side kan det være utfordrende å finne sammenlignbare virksomheter. Metoden kan også være sårbar for manipulasjon ved utvelgelse av virksomheter. Det er også viktig å huske at multipler er en konsekvens av, ikke driver i seg selv, til verdien på en virksomhet (Kaldestad og Møller, 2015, s. 151).

3.2.2 Substansverdimetoden

Substansverdimetoden er en balanseorientert tilnærming som tar utgangspunkt i salgsverdien til virksomhetens eiendeler. Disse verdsettes til det de anslagsvis kan selges for i markedet i dag, og om mulig basert på observerbare priser på lignende eiendeler (Kaldestad og Møller, 2015, s. 169).

Metoden er mest anvendbar når det (1) eksisterer et marked for virksomhetens eiendeler, (2) eiendelens verdi er uavhengig av virksomheten og (3) rentabiliteten på eiendelen er lav, altså at bruksverdien er lavere enn salgsverdien. I praksis fungerer substansverdimetoden bra innenfor kapitalintensive bransjer som eiendom og shipping, der verdien av eiendelene er avledet av nåverdien av fremtidige kontantstrømmer. Metoden kan også være relevant for

beregning av *break-up value*, der virksomhetens eiendeler verdsettes separat, og ved *likvidasjon*, der eiendelene skal avhendes hurtig (Kaldestad og Møller, 2015, s. 172-173).

Metoden vil sannsynligvis undervurdere verdiene i en tradisjonell virksomhet, hvor bruksverdien av de materielle eiendelene normalt er høyere enn salgsverdien. Mange av verdiene til virksomheter er også immaterielle, eksempelvis humankapital, og kan ikke selges åpent på markedet (Kaldestad og Møller, 2015, s. 172).

3.3 Opsjonsbasert verdsettelse

En realopsjonstankegang kombinerer teorien bak prising av finansielle opsjoner med investering i realaktiva. En virksomhet kan ha en rett, men ingen plikt, til å gjøre en bestemt type investering. Dette kan være muligheten til å utsette, utvide eller avhende et prosjekt, og en opsjonsbasert verdsettelse er en verdivurdering av denne fleksibiliteten (Kaldestad og Møller, 2015, s. 185). Virksomhetsverdien er dermed summen av nåverdien av fremtidige kontantstrømmer i et statisk scenario og verdien av fleksibilitet (Kaldestad og Møller, 2015, s. 33):

$$\text{Virksomhetsverdi} = \text{Statisk verdi} + \text{Nåverdien av fleksibilitet}$$

Opsjonsbasert verdsettelse egner seg godt i bransjer preget av høy dynamikk og usikkerhet. Verdien av fleksibiliteten kan ofte undervurderes i en tradisjonell fundamental verdsettelse, spesielt i situasjoner hvor usikkerheten til fremtiden er stor (Kaldestad og Møller, 2015, s. 194). Denne fleksibiliteten synliggjøres i en opsjonsbasert verdsettelse.

På en annen side er det også i denne modellen stor usikkerhet relatert til beregningen av innsatsfaktorene, eksempelvis volatiliteten og levetiden til realopsjonen. Modellen er ikke bedre enn kvaliteten på innsatsfaktorene, og dette medfører dermed at usikkerhetsintervallet blir stort (Kaldestad og Møller, 2015, s. 191). En opsjonsbasert verdsettelse forutsetter også en fundamental verdsettelse av den statiske verdien i bunn, og det er dermed fare for dobbeltregning dersom nåverdien av fleksibiliteten er inkludert i den neddiskonterte kontantstrømmen eller i vekstfaktoren (Kaldestad og Møller, 2015, s. 194).

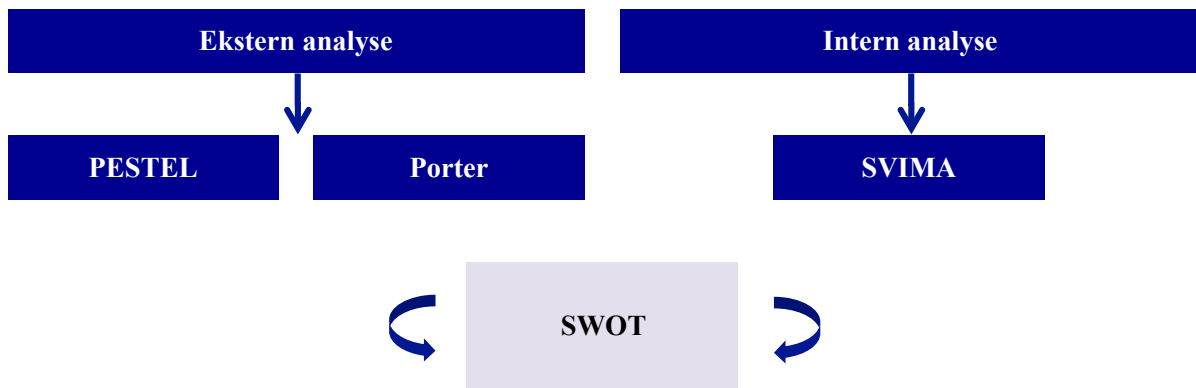
3.4 Valg av metode

NRS og bransjen har de siste årene generert stabile kontantstrømmer, og det legges dermed til grunn at de har nådd en moden vekstfase. Det faktum at virksomheten er børsnotert tilsier at det finnes mye offentlig tilgjengelig informasjon, hvilket gjør det mulig å gjennomføre en god fundamental verdsettelse. Vi har tilgang på historiske regnskapstall for NRS og de sammenlignbare virksomhetene tilbake til 2008, samt historiske og fremtidige (forward) laksepriser. NRS har vist gode resultater de siste årene, og det er i årsrapporten for 2014 antatt videre drift. I sum medfører dette at vi ikke anser avvikling som et sannsynlig scenario, og vi antar derfor videre drift.

Kaldestad og Møller (2015, s. 33) hevder at de inntjeningsbaserte (fundamental verdsettelse) og markedsbaserte (multiplikatormetoden) tilnærmingene gir de mest pålitelige svarene, og man bør derfor søke å kombinere disse metodene. Vi velger i denne utredningen derfor å gjennomføre en fundamental verdsettelse basert på tre vektete scenarioer, komplementert med multiplikatormetoden for å rimelighetssjekke den estimerte verdien av virksomheten. Det er også relevant å benytte en opsjonsbasert verdsettelsesmodell for å synliggjøre muligheten for å ekspandere virksomheten, men vi mener det gir et mer forståelig bilde av ekspansjonsmulighetene dersom disse inkluderes i de neddiskonterte kontantstrømmene. Vi verdsetter derfor ikke denne fleksibiliteten spesifikt som en realopsjon, men inkluderer ekspansjonsmuligheten i vekstfaktoren og de vektete scenarioene i den fundamentale verdsettelsen. Substansverdimetoden anses i denne utredningen som lite egnet grunnet karakteristikken til NRS og bransjen.

4. Strategisk analyse

Vi vil i den strategiske analysen foreta en ekstern bransjeorientert analyse og en intern ressursorientert analyse. Den eksterne analysen tar utgangspunkt i PESTEL-rammeverket for å identifisere viktige makroforhold i virksomhetens omgivelser, samt Michael Porters fem krefter for å analysere bransjens attraktivitet og lønnsomhet. Den interne analysen basert på SVIMA-modellen vil videre analysere virksomhetens sterke sider. Avslutningsvis oppsummeres den strategiske analysen i SWOT-modellen. Ved å kombinere forskjellige analyseverktøy har vi forsøkt å eliminere svakheter ved de utvalgte rammeverkene, og på denne måten mener vi resultatet fra den strategiske analysen styrkes. Figuren under viser sammenhengen mellom analysene og rammeverket for den strategiske analysen:



Figur 13: Rammeverk for den strategiske analysen

Formålet med den strategiske analysen er å analysere underliggende økonomiske forhold som påvirker NRS sin strategiske posisjon i dagens marked. Dette vil være særlig viktig for å få en bedre forståelse av den kvantitative historiske analysen, samtidig som det gir et godt grunnlag for å estimere fremtidige kontantstrømmer og prognoser. Den strategiske analysen er dermed et svært viktig grunnlag for den videre verdsettelsen av NRS og den endelige handelsstrategien.

4.1 Ekstern analyse

Den eksterne analysen fokuserer på bransjen som virksomhetene inngår i. Først analyseres makrofaktorer som påvirker oppdrettsbransjen på et overordnet nivå. For å gjøre dette på en oversiktlig måte har vi valgt å benytte PESTEL-rammeverket. Deretter benyttes Porters fem krefter for å analysere hvordan ulike faktorer påvirker attraktiviteten og lønnsomheten i oppdrettsbransjen. Som det fremgår vil begge rammeverkene i den eksterne analysen anvendes på oppdrettsbransjen generelt, og ikke direkte på NRS og de sammenlignbare virksomhetene. På denne måten vil den eksterne analysen danne et oversiktlig bilde av hvilke muligheter og trusler som eksisterer i oppdrettsbransjen på kort og mellomlang sikt (Reve og Stokke, 1996, s. 189). Det vil være flere ulike faktorer som påvirker makro- og bransjeforholdene i oppdrettsbransjen. Vi har imidlertid på bakgrunn av kapittel 2 gjort et utvalg av de faktorene vi mener utgjør den største påvirkningen på bransjen og konkurransesituasjonen.

4.1.1 PESTEL

PESTEL kan defineres som et strategisk rammeverktøy for å analysere hvilke makrofaktorer som påvirker virksomheter i en bestemt bransje. En slik analyse vil være nyttig for å få oversikt over hvilke muligheter og trusler som eksisterer i omgivelsene. Rammeverket som benyttes består av *politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, miljømessige og juridiske forhold* (Henry, 2008, s. 51). Vi velger i denne utredningen å kombinere politiske og juridiske forhold samt miljømessige og teknologiske forhold som følge av bransjens nære sammenheng mellom disse forholdene.

Politiske og juridiske forhold

Politiske og juridiske faktorer innebærer ofte lover, reguleringer og politiske beslutninger fra myndighetenes side som kan påvirke bransjen (Henry, 2008, s. 52-53). For oppdrettsbransjen vil vi herunder fremheve konsesjonssystemet, handelspolitiske konflikter og EØS-avtalen som særlig viktige faktorer. Disse forholdene vil påvirke både oppdrettsbransjens daglige drift og fremtidige vekstmuligheter.

Konsesjonssystemet

Oppdrettsbransjen er, som tidligere omtalt i delkapittel 2.1.6, sterkt regulert gjennom konsesjonssystemet og MTB-nivået. Fordi reguleringen har stor påvirkning på lønnsomhet

og produksjonskapasitet er bransjen er helt avhengig av nye konsesjoner eller økt kapasitet på eksisterende konsesjoner for å sikre fremtidige vekstmuligheter. Et sentralt spørsmål er dermed hvordan konsesjonssystemet vil påvirke bransjen i fremtiden. Det er i dag en bred enighet om at bransjens vekstmuligheter avhenger av evnen til å løse store miljøutfordringer, og herunder særlig lakselus og rømt oppdrettslaks. Trolig vil dermed en grønn teknologi og bærekraftig drift for å redusere miljøpåvirkningen være viktige faktorer for å kunne få tildelt nye konsesjoner og økt kapasitet i fremtiden. Innføringen av grønne konsesjoner og utviklingskonsesjoner underbygger dette poenget. Det er videre kommunisert at det vil skje endringer i måten bransjen reguleres på i fremtiden. Dersom trafikklysordningen innføres i fremtiden, vil økt kapasitet skje gjennom både tildeling av nye konsesjoner og økt MTB-nivå på 6 % hvert andre år ved oppnådd grønn miljøindikator. Det kan tenkes at et slikt system kan bidra til å skape økt forutsigbarhet for oppdrettsvirksomheter. Tidligere konsesjonstildelinger har foregått med ujevne mellomrom og vært basert på ulike kriterier i hver tildelingsrunde. Eksempelvis ble kvinnelige søkere prioritert ved tildelingen i 2002, mens mindre virksomheter som prioriterte videreføring ble foretrukket ved tildelingen i 2012 (St. meld. nr. 16 (2014-2015), s. 3). Trafikklysordningen vil imidlertid åpne opp for mer objektive tildelingsrunder, der oppdrettsvirksomheter til enhver tid vil vite *hvilke* kriterier som må til for å kunne vokse samt *hvor ofte* veksten vil tilbys (St. meld. nr. 16 (2014-2015), s. 45). En slik ordning som baserer seg på et klart rammeverk kan tenkes å skape økt forutsigbarhet for den enkelte oppdrettsvirksomhet, og i større grad gi virksomheter mulighet til å påvirke sin strategiske tilpasning i omgivelsene. I tillegg vil et system som åpner for vekst hvert andre år påvirke og gi bransjen reelle vekstmuligheter i områder med oppnådd grønn miljøindikator i fremtiden. Trolig vil virksomheter som innehar en god lokalisering og som samtidig klarer å legge til rette for og utvikle bærekraftige driftsmåter ha gode muligheter til å vokse ytterligere i fremtiden dersom ordningen innføres. Dersom virksomhetene ikke klarer å redusere miljøpåvirkningen, vil trolig både dagens og fremtidige reguleringer begrense ytterligere vekst og utgjøre en trussel for oppdrettsbransjen.

Handelspolitiske konflikter

Den største delen av norsk laks blir eksportert til det globale markedet, hvilket gjør oppdrettsvirksomheter utsatt for handelspolitiske konflikter. Norsk lakseeksport ble gjennom 1990- og 2000-tallet utsatt for prisdumping- og subsidiebeskyldninger i viktige markeder som EU-regionen og USA. Anklagene kom primært fra oppdrettere i Irland og Skottland som mente at norske produsenter dumpet prisene på laks i utemarkedet, hvilket

utkonkurrerte lokale produsenter. Dette førte til beskyttelsestiltak gjennom høy straffetoll på norsk laks fra importlandenes side (Asche og Bjørndal, 2011, s. 22). De siste årene har slik straffetoll blitt fjernet, hvilket åpner opp for viktige og lønnsomme markeder. Norske lakseprodukter vil imidlertid trolig være utsatt for slike beskyldninger i fremtiden som en av verdens største lakseeksportører. Videre har oppdrettslaksen de senere årene vært utsatt for handelsboikott i land som Kina og Russland. Bakgrunnen for den kinesiske boikotten går tilbake til utdelingen av Nobels Fredspris til den kinesiske dissidenten Liu Xiaobo i 2010. Russland innførte full stopp i import av norsk laks i august 2014 som følge av sanksjoner mot landet etter Ukrainakrisen. På dette tidspunktet var Russland et av de største markedene for norsk laks, hvilket medførte et betydelig fall i den norske eksporten til landet (Norway Royal Salmon, 2015b, s. 7-8). Boikotten fra Russland og Kina viser hvor sårbare norske oppdrettsvirksomheter er for politiske motsetninger og uenigheter mellom land, og hvilken trussel dette kan utgjøre for bransjen.

EØS-avtalen

EU-regionen utgjør det viktigste eksportmarkedet for norsk oppdrettslaks. Blant internasjonal lovgivning er dermed EØS-avtalen protokoll 9 for handel og toll på fisk av særlig relevans. Hvitfisk er tollfritt, mens fersk og frossen laks har en tollsats på 2,0 %, bearbeidet laks 5,5 % og røkt laks 13,0 % (Sjømatalliansen, 2014). Høyere tollsatser for laks kombinert med høye arbeidskostnader har medført at videreforedling av laks er mindre lønnsomt i Norge. Dette har ført til at flere norske virksomheter driver videreforedling i EU-land som favoriseres av regelverket.

Den senere tiden har EU inngått frihandelsavtaler for sjømat med flere land som blant annet Chile, Canada og Sør-Korea. Det drives også forhandlinger om en eventuelt frihandelsavtale for sjømat fra USA til EU. Både Chile og Canada utgjør store konkurrenter for norsk oppdrett på det globale eksportmarkedet av laks, og det vil således være bekymringsverdig dersom disse landene får tilgang på EU-regionen med null toll. For Norge har handelsbetingelsene for sjømat med EU vært uendret de siste årene (Sjømat Norge, 2014 og Intrafish, 2015). Dersom betingelsene ikke blir bedre i fremtiden fryktes det at den norske oppdrettslaksen kan få svekket konkurransevne på det europeiske markedet. Dette vil være særlig bekymringsverdig da EU-regionen som nevnt utgjør det største og viktigste markedet for norsk lakseeksport. Det vil dermed være viktig å sikre gode betingelser fra Norge gjennom en gunstig handelspolitikk (Sjømat Norge, 2014 og Intrafish, 2015).

Økonomiske forhold

De økonomiske forholdene innebærer hvordan utviklingen i nasjonal og internasjonal økonomi påvirker oppdrettsbransjen. Vi vil nærmere analysere konjunkturutvikling og etterspørsel, renteutvikling og valutakursutvikling.

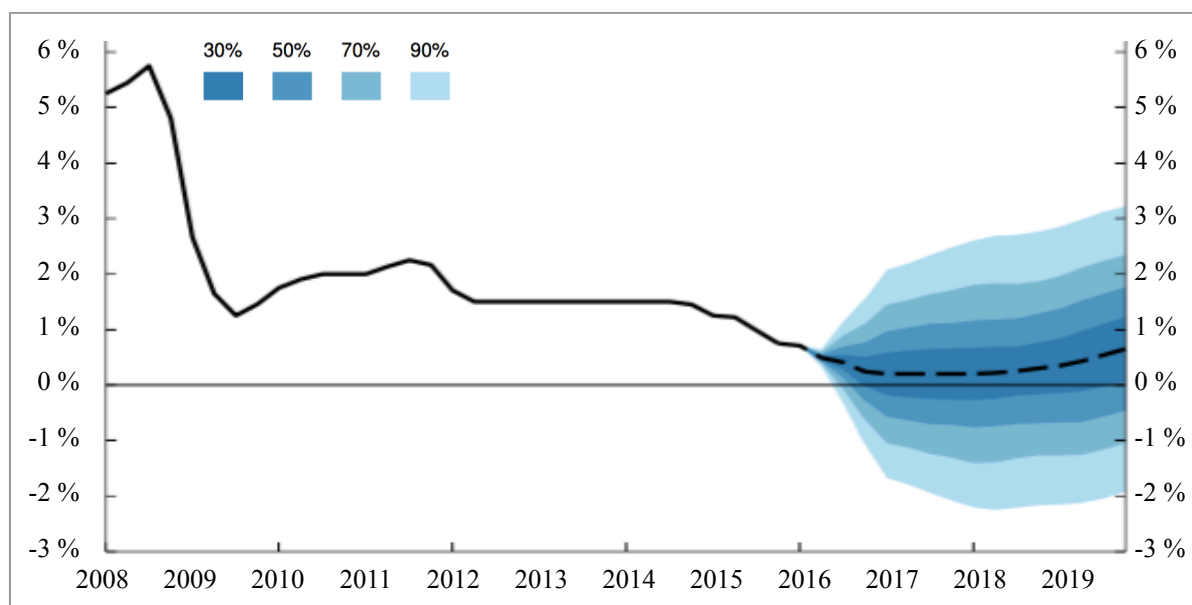
Konjunkturutvikling og etterspørsel

Laks er historisk sett karakterisert som et luksusgode med tilhørende elastisk etterspørsel (Asche og Bjørndal, 2011, s. 133). Sett i lys av dette vil det være naturlig å anta at etterspørselen etter laks er synkende under økonomiske nedgangstider. De senere årene har det imidlertid vist seg at etterspørselen og prisen på laks har vært lite påvirket av finanskriser og svekkelser av sentrale økonomier. Figur 3 i delkapittel 2.1.3 viser at den norske oppdrettsbransjen opplevde høye laksepriser som følge av en høy etterspørsel i 2009 og 2010, samt perioden fra 2013. I disse periodene rammet finanskrisen og den påfølgende eurokrisen flere viktige eksportmarkeder. Til tross for sammenfallet av finanskrisen og høye laksepriser opplevde bransjen en voksende eksport av laks til flere viktige markeder, eksempelvis til deler av eurosonen. Vi antar således at oppdrettsbransjen er mindre følsom og utsatt for den generelle konjunkturutviklingen i økonomien. Den økte etterspørselen etter norsk laks i perioden skyldtes imidlertid en betydelig sykdomsproblematikk i Chile, hvilket åpnet opp for nye markeder og økt norsk eksport, og følgelig høye laksepriser på grunn av et begrenset tilbud globalt. Det kan dermed tenkes at den siste tiårsperioden er mindre forklarende for hvor utsatt oppdrettsbransjen er for internasjonale lavkonjunkturer, og at bransjen ville vært mer konjunkturutsatt dersom det globale tilbudet hadde vært mer stabilt.

Samtidig som etterspørselen etter laks har økt de senere årene, har laksen blitt mer tilgjengelig for forbrukerne (Asche og Bjørndal, 2011, s. 133). Fersk og frossen laks selges i dagligvarekjeder og kommer i en rekke ulike produktformer til ulike anledninger, og hver dag konsumeres hele 14 millioner måltider med norsk laks rundt om i verden (Laks, 2016). Dette kan ha påvirket forbrukerens oppfatning av produktet, og det kan tenkes at laks i større grad enn før anses som et hverdagsprodukt, slik som andre matvareprodukter. Det kan dermed argumenteres for at omfanget av etterspørselen etter laks har blitt mindre elastisk. Dette kan tilsi at laks er mindre utsatt for generelle konjunkturer i økonomien, fordi vi fortsatt vil etterspørre matvareprodukter i nedgangskonjunkturer og dårlige tider.

Renteutvikling

Den generelle konjunkturutviklingen påvirker videre fastsettelsen av den norske styringsrenten. Norges Bank vedtok i mars 2016 å sette ned styringsrenten til 0,5 %. Renten holder et kunstig lavt nivå for å stimulere økonomisk aktivitet og understøtte omstillingene i norsk økonomi. Renten antas å holdes lav frem til 2018 før den er anslått å øke noe. Figuren under viser utviklingen i styringsrenten fra 2008 og forventet rentebane frem til 2019 (Norges Bank, 2016a, s. 23):



Figur 14: Historisk styringsrente og fremtidig rentebane

Oppdrettsbransjen er en kapitalintensiv bransje med store investeringer relatert til konsesjoner, oppdrettsanlegg, biologiske eiendeler (laks) og drift, hvilket har ført til stor låneaktivitet i bransjen. Både NRS og samtlige av de sammenlignbare virksomhetene oppgir i sine årsrapporter at store deler av den langsiktige gjelden er i flytende rentebetingelser, hvilket gjør dem eksponert for endringer i rentenivået. Oppdrettsvirksomheter benytter derfor rentebytteavtaler for å redusere risikoen for svingninger i renten på deler av gjelden.

Da utlånsrenten er høyt korrelert med styringsrenten, vil en ekspansiv pengepolitikk i form av lavere styringsrente gi utslag i billigere finansiering (Norges Bank, 2016a, s. 28). For oppdrettsbransjen vil en lav rente dermed være gunstig med hensyn til lavere kostnader på den rentebærende gjelden. Det kan også argumenteres at en lav rente kan påvirke investeringsviljen i bransjen i en positiv retning. Oppdrettsbransjen synes ikke å være betydelig påvirket av dagens lavkonjunktur som påvirker flere viktige markeder, og vi argumenterer således for at dagens lave rentenivåer påvirker bransjens lønnsomhet positivt.

Valutakursutvikling

Majoriteten av omsetningen til norske oppdrettsvirksomheter foregår i utenlandsk valuta som følge av en høy eksportandel. Dette gjør dem eksponert ovenfor valutasingninger i særlig viktige markeder som EUR, GBP og USD (Norway Royal Salmon, 2015a, s. 72). Store svingninger vil påvirke virksomhetens kontantstrømmer og resultat, og kan således utgjøre en stor risiko. NRS og de sammenlignbare virksomhetene velger derfor å benytte seg av både terminkontrakter og opptrekk i gjeld i utenlandsk valuta for å redusere deler av valutaeksponeringen.

Den norske kronen har det siste året svekket seg betydelig mot viktige valutaer som USD og EUR som følge av den pågående oljekrisen og en lavere styringsrente. Dette har vært meget gunstig for norsk eksport, da norske produkter fremstår som billigere i handel med utlandet. Kronesvekkelsen har ført til økt konkurransekraft for norske oppdrettsvirksomheter, og er svært positiv for prisrealisering på laks. Det må imidlertid påpekes at kronesvekkelsen også har ført til økte førkostnader for bransjen, da råvareprisene settes internasjonalt i EUR og USD (Lerøy, 2016a, s. 8). Før utgjør den vesentligste kostnadskomponenten i lakseoppdrett og utgjør 55-60 % av de totale varekostnadene. De økte kostnadene har således stor betydning for produksjonskostnadene. Likevel anses de positive effektene av en svekket krone som større enn de negative (Lerøy, 2015, s. 62).

Sosiokulturelle forhold

Sosiokulturelle forhold kan defineres som endringer i trender, konsumentoppførsel og kulturelle forhold (Henry, 2008, s. 56). Vi vil i det følgende se på befolkningsvekst og sosiale trender, og hvorledes disse kan påvirke etterspørselen etter laks fra oppdrettsbransjen.

Befolkningsvekst

De siste hundre årene har verdensbefolkningen økt kraftig, og lite tilsier at veksten avtar. Befolkningen passerte hele 7,35 milliarder mennesker i 2015. Innen 2050 er verdensbefolkningen forventet å passere over 9,7 milliarder mennesker, og over 11,2 milliarder mennesker innen 2100 (FN, 2016). For å møte den voksende befolkningen forventes det at den totale matproduksjonen må øke med om lag 70 % innen 2050. Jordbruket vil trolig ha vanskeligheter med å dekke det økte matbehovet alene, og dermed forventes det at produksjonen av sjømat må øke (Regjeringen, 2012, s. 26 og SINTEF, 2013, s. 136).

For norske oppdrettsvirksomheter antas det å være særlige muligheter i EU-regionen og fremvoksende økonomier som BRIC-landene. Disse, med unntak av Russland, forventes å oppleve en sterk befolkningsvekst i årene frem mot 2030 (Regjeringen, 2012, s. 27 og SINTEF, 2013, s. 136). Tabellen under viser den forventede befolkningsutviklingen i BRIC-landene og EU-regionen (Sjømat Norge, 2012, s. 12):

	2000	2010	2020	2030
Brasil	169	190	222	245
Russland	147	140	140	140
India	1042	1173	1326	1460
Kina	1265	1330	1384	1391
BRIC	2623	2833	3072	3236
EU	483	502	520	542

Tabell 8: Forventet befolkningsutvikling i BRIC-landene og EU-regionen

Som følge av befolkningsvekst og økt matbehov antar vi at etterspørselen etter sjømat vil øke. Den økonomiske veksten i flere av disse landene, særlig Brasil og Russland, har imidlertid i dag blitt betraktelig redusert siden 2014. På sikt forventes likevel den økonomiske veksten å ta seg opp igjen sammen med en fremvoksende middelklasse og økt kjøpekraft, hvilket kan forsterke en potensiell etterspørselsvekst i fremtiden (Norges Bank, 2016a, s. 58 og SINTEF, 2013, s. 136). Dersom reguleringen av bransjen legger til rette for vekst forventes det at norske oppdrettsvirksomheter vil ha store muligheter til å møte det økte matbehovet og etterspørselen etter sjømat.

Sosiale trender

Helsetrend

En stadig økende trend er fokuset på en sunn livsstil. Flere er særlig opptatt av hva man spiser og for mange har dette gjort laksen til et naturlig valg. Laks inneholder en rekke viktige næringsstoffer for kroppen og er rik på omega 3-fettsyrer, vitamin D og selen. I tillegg utgjør laks en sunn og effektiv proteinkilde (Laksefakta, 2016). Både Helsedirektoratet og Verdens helseorganisasjon (WHO) anbefaler å spise mer fisk til fordel for annet kjøtt. Fisk fremstår således som et troverdig produkt blant forbrukerne. Forbrukernes fokus på sunn mat og interesse for laks har vist seg å være spesielt stor blant unge mennesker (BT, 2007). Da unge mennesker trolig vil fortsette å etterspørre laks i tiden fremover kan dette være et positivt tegn for mulighetene for laksen og bransjen i fremtiden.

Sushitrend

Sushiens popularitet i det norske markedet har de senere årene økt betraktelig. Norges første sushirestaurant åpnet i Oslo i 1995, og i dag åpnes i gjennomsnittet én ny restaurant hver måned (Laks, 2016). Stadig flere lager også sushi på egenhånd hjemme. Flere leverandører tilbyr startpakker med nødvendig innhold for å lage sushi, noe som har gjort det enklere for forbrukerne å tilberede måltidet hjemme.

Norsk laks spiller også en sentral rolle for sushi i andre land. I Japan, sushiens hjemland, har den norske laksen blitt så populær at den har fått sitt eget navn, *Nama Salmon*. For franskmennene, som i gjennomsnittet importerer 4 kg norsk laks hvert sekund, har det blitt mer populært å bestille hjemlevering av sushi enn pizza (Laks, 2016). Dersom sushitrenden fortsetter i både Norge og resten av verden vil det kunne gi gode muligheter for økt etterspørsel etter norsk laks i fremtiden.

Miljømessige- og teknologiske forhold

Miljømessige forhold innebærer hvordan produksjonen påvirker miljøet. Teknologiske forhold innebærer hvordan teknologiutvikling, innovasjon og forskning kan påvirke bransjen (Henry, 2008, s. 51-58). Vi vil i det følgende diskutere oppdrettsbransjens miljøutfordringer på kort og mellomlang sikt, samt hvordan teknologiutvikling kan påvirke bransjen fremover.

På kort sikt er lakselus og rømt oppdrettslaks fremhevet som de største utfordringene for bransjen (St. meld. nr. 22 (2012-2013), s. 117). For oppdrettsvirksomheter vil det være en stor egeninteresse ved å finne bærekraftige driftsmåter som løser disse utfordringene. Lakselus og rømt oppdrettslaks utgjør store kostnader og tap for oppdrettsvirksomhetene. Videre vil virksomheter som prioriterer miljøet og finner tilfredsstillende måter å drive oppdrett på trolig øke muligheten for å få tildelt nye konsesjoner i fremtiden. Dersom trafikklysordningen innføres vil denne som omtalt åpne opp for 6 % vekst hvert andre år. Virksomheter som ikke prioriterer miljøfokus vil således gå glipp av store vekstmuligheter.

Den direkte sammenhengen mellom å redusere miljøpåvirkningen og vekstmuligheter vil trolig gi incentiver for utvikling av ny teknologi (St. meld. nr. 16 (2014-2015), s. 81). For å stimulere til nye prosjekter har myndighetene innført utviklingskonsesjoner, som skal tildeles virksomheter med store innovasjonsprosjekter. For virksomheter som lykkes med prosjektene, vil det være mulighet for å omgjøre utviklingskonsesjonene til konsesjoner for lakseoppdrett, hvilket vil gi et betydelig vekstpotensial. Dette har gitt stor interesse for å

finne nye måter å drive oppdrett på. Lukkede anlegg i sjøen som forhindrer lakselus og rømming, offshore havoppdrett i havområder lengre ute, og landbaserte oppdrettsanlegg er noen av prosjektene det forskes på. I tillegg til å redusere viktige miljøutfordringer og gi bransjen vekstmuligheter, kan det også tenkes at slike driftsmåter kan ta i bruk områder som tidligere ikke har vært egnet for oppdrett, og dermed også løse bransjens arealutfordring.

På mellomlang sikt står bransjen ovenfor utfordringer vedrørende fôrknapphet og tilstrekkelig teknologisk kompetanse (St. meld. nr. 22 (2012-2013), s. 117). Fôrknapphet er en utfordring som skyldes mangel på marine råstoffer egnet til fiskefôr som følge av den store økningen i lakseproduksjonen, og som må løses før produksjonen kan øke vesentlig. Dersom bransjen skal møte en potensiell etterspørselsvekst fremover, må miljøutfordringene på både kort og mellomlang sikt løses, hvilket vil kreve forskning og tilstrekkelig tilgang på teknologisk kompetanse for å sikre teknologiutvikling. Det har tidligere vært en utfordring at de mest ressurssterke personene har foretrukket oljebransjen med høye lønninger og gode betingelser (SINTEF, 2013, s. 166). Hvorvidt det vil bli et problem for oppdrettsbransjen å rekruttere tilstrekkelig teknologisk kompetanse i fremtiden er vanskelig å anslå, men trolig må de forberede seg på konkurranse fra andre bransjer.

Oppsummering av PESTEL

Hovedpunktene fra PESTEL oppsummeres i følgende tabell:

Argument	Påvirkningsgrad
Politiske og juridiske forhold	
Dagens konsesjonssystem begrenser veksten	Middels-sterk
Nytt tildelingssystem kan åpne for vekst	
Fare for prisdumpings- og subsidiebeskyldninger som fører til straffetoll på laksen	
Handelspolitiske konflikter avgrenser viktige marked (Kina og Russland)	
EØS-avtalen for toll på laks kan svekke konkurranseevnen i viktige marked (EU)	
Økonomiske forhold	
Mindre utsatt for den generelle konjunkturutviklingen i økonomien	Middels
Eksponert for rentesvingninger	
Eksponert for valutasvingninger	
Sosiokulturelle forhold	
Befolkningsvekst globalt	Middels
Voksende middelklasse og på sikt tilhørende økt kjøpekraft	
Økt fokus på sunn livsstil og kosthold	
Miljømessige- og teknologiske forhold	
Miljøutfordringer begrenser veksten	Middels-sterk
Teknologiutvikling for å redusere miljøutfordringer	
Teknologiutvikling for å kunne møte økt etterspørsel	
Sikre kvalifisert teknologisk arbeidskraft	

Tabell 9: Oppsummering av PESTEL

Fra PESTEL-analysen vil vi fremheve at *miljøutfordringer*, *konsesjonssystemet*, *mulig etterspørselsvekst* og *handelspolitiske konflikter* har særlig påvirkning på oppdrettsbransjen. Bransjens evne til å løse miljøutfordringer relatert til lakselus, rømming og sykdommer vil trolig være avgjørende for tildeling av nye konsesjoner og fremtidig vekst. For virksomheter vil det også være en betydelig egeninteresse relatert til kostnader og økonomiske tap ved å redusere miljøpåvirkningen. Videre vil befolkningsutviklingen i sentrale regioner kunne påvirke etterspørselen etter laks. De siste årene har forholdet til Kina og Russland imidlertid vært preget av handelspolitiske konflikter, og dersom disse løses kan dette påvirke etterspørselen etter norsk laks positivt.

Begrensninger ved PESTEL

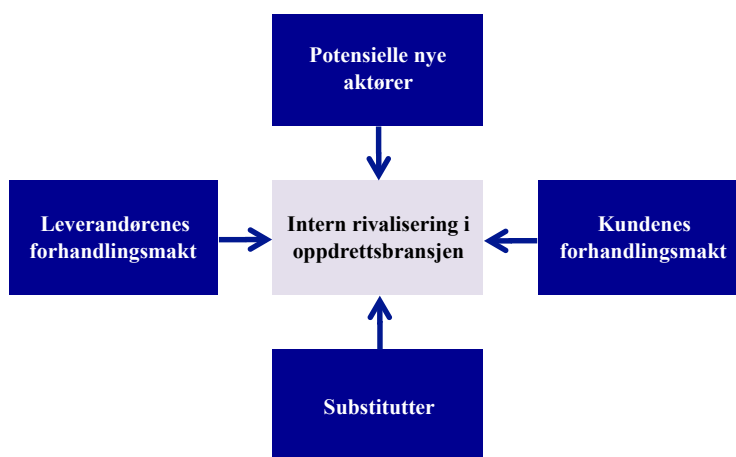
PESTEL-rammeverket er kritisert for sine begrensninger, og det er viktig å være klar over hvilke begrensninger som eksisterer for å forhindre at disse påvirker vår analyse av bransjen.

Makrofaktorene som diskuteres i PESTEL vil først og fremst ofte gjennomgå svært uforutsigbare og hurtige endringer. Det kan dermed være problematisk å si noe om hvordan faktorene som utgjør den største påvirkningen på oppdrettsbransjen i dag vil påvirke bransjen i fremtiden. Det kan også gjøre det vanskelig å forespeile hvilke faktorer som vil utgjøre potensielt nye muligheter og trusler i fremtiden (Henry, 2008, s. 61). Eksempelvis er et av våre hovedfunn fra analysen at oppdrettsbransjen er særlig påvirket og utsatt for handelspolitiske konflikter. Da Norge tildelte Nobels fredspris til den kinesiske dissidenten i 2010 forsvant eksportmarkedet for norsk laks til Kina nærmest over natten. Hendelsen viser hvor raskt og uforutsigbart makrofaktorene kan påvirke bransjen. Videre er PESTEL en ren ekstern makroorientert analyse. Analysen gjør ingen interne vurderinger, og følgelig må rammeverket kombineres med andre analyser for å forstå hvordan NRS og de sammenlignbare virksomhetene responderer til mulighetene og truslene i omgivelsene. I tillegg er PESTEL basert på de *generelle omgivelsene*. Det er imidlertid påpekt at det er de *konkurransutsatte omgivelsene* som har den største påvirkningen på virksomheter i en bransje (Henry, 2008, s. 61).

Til tross for en bred enighet omkring begrensningene mener vi at det vil være uklokt å utelate de generelle makroomgivelsene fra analysen. PESTEL gir et oversiktlig bilde av de store linjene i oppdrettsbransjen og er således et godt grunnlag for Porters rammeverk. Samtidig identifiseres muligheter og trusler som oppsummeres i den avsluttende SWOT-analysen.

4.1.2 Porter

Michael Porters rammeverk benyttes for å vurdere attraktiviteten til bransjen gjennom fem konkurrerende krefter. De fem kreftene består av *trusselen fra nye aktører*, *substitutter*, *leverandørens forhandlingsmakt*, *kundenes forhandlingsmakt* og *intern rivalisering*. Til sammen vil de fem kreftene bestemme oppdrettsbransjens attraktivitet. Bransjen blir lite attraktiv når konkurransekreftene er sterke, hvilket tilsier en intensiv konkurranse som presser lønnsomheten ned (Jacobsen og Lien, 2001, s. 52). Porters rammeverk presenteres i følgende figur (Johnson mfl., 2011, s. 54):



Figur 15: Michael Porters rammeverk

Trusselen fra potensielle nye aktører

Trusselen fra potensielle nye aktører innebærer hvor enkelt det er for nye aktører å gå inn i et nytt marked (Henry, 2008, s. 71). En slik vurdering vil være viktig for å si noe om lønnsomheten for oppdrettsbransjen, da prisen på laks blant annet avhenger av det totale tilbudet. Videre vil det åpenbart påvirke konkurransen i bransjen, og kan følgelig føre til prispress. Trusselen fra nye aktører vil i følge Henry (2008, s. 71) avhenge av hvilke inngangsbarrierer som eksisterer. Slike barrierer er forhold som kan gjøre det mer eller mindre aktuelt for en ny aktør å gå inn i markedet. Dersom en bransje har høye inngangsbarrierer, vil trusselen fra potensielle nye aktører være mindre. Vi vil i det følgende se på ulike inngangsbarrierer som kan påvirke oppdrettsbransjen.

Oppdrettsbransjen er som tidligere omtalt *strengt regulert* gjennom tildeling av konsesjoner og MTB-nivået. Som det fremgår av figur 7 i delkapittel 2.1.6 har det kun vært en svært svak økning i tildelte konsesjoner i perioden 1995-2015. Myndighetenes regulering kan dermed

sies å utgjøre en viktig inngangsbarriere til oppdrettsbransjen, hvilket kan begrense trusselen fra potensielle nye aktører.

Videre kan de høye kostnadene utgjøre en viktig inngangsbarriere. Oppdrettsbransjen kan beskrives som en *kapitalintensiv bransje* med høye kostnader relatert til konsesjoner, oppdrettsanlegg, biologiske eiendeler (laks) og drift. Videre er bransjen under stadig utvikling, og trolig vil ny teknologi få økt betydning i fremtiden. Dette vil innebære store investeringer og høye kostnader. Eksempelvis er prisen på de fleste utviklingsprosjektene på omkring 700-800 MNOK. Høye kostnader kan tenkes å virke begrensende for etableringen av nye aktører i bransjen.

De høye kostnadene ved oppdrett kan videre gi motiver for *stordriftsfordeler* i bransjen. Store virksomheter kan fordele kostnadene utover større volum og kan således oppleve bedre marginer. Potensielle nye aktører vil trolig ha større enhetskostnader som følge av mindre produksjonsvolum i starten. Dette kan føre til vanskeligheter med å konkurrere blant eksisterende aktører i bransjen som muligens allerede har et kostnadsfortrinn.

For at et område skal egnes for oppdrett må en rekke *naturgitte forutsetninger* oppfylles. Det stilles blant annet krav til sjøtemperatur, lysforhold, oksygentilførsel og saltholdighet i vannet gjennom laksens liv (Bjørndal mfl., 1987, s. 35-36). Manglende naturgitte forutsetninger utgjør helt klart en tydelig inngangsbarriere, og kan i stor grad forklare hvorfor oppdrett kun eksisterer i noen få geografiske områder globalt. En potensiell trussel mot dette er imidlertid satsingen på *ny teknologi* og *nye driftsmåter* som kan muliggjøre oppdrett på land, offshore havmerder og lukkede anlegg. Dersom slike anlegg får gjennomslag vil inngangsbarrierene relatert til naturforutsetninger og myndighetenes miljøkrav kunne reduseres betraktelig. I tillegg vil utviklingen av nye måter å drive oppdrett på kunne legge press på marginene og lønnsomheten i bransjen som følge av et økt globalt tilbud.

Oppsummert mener vi at konsesjonssystemet, høye kostnader og eksisterende stordriftsfordeler demper trusselen fra potensielle nye aktører i oppdrettsbransjen. De naturgitte forutsetningene som kreves for å drive en lønnsom virksomhet er med på å underbygge dette. Vi mener imidlertid at nye måter å drive oppdrett på vil få en betydelig større rolle i fremtiden. Dette kan føre til at barrierene inn til oppdrettsbransjen reduseres. Vi

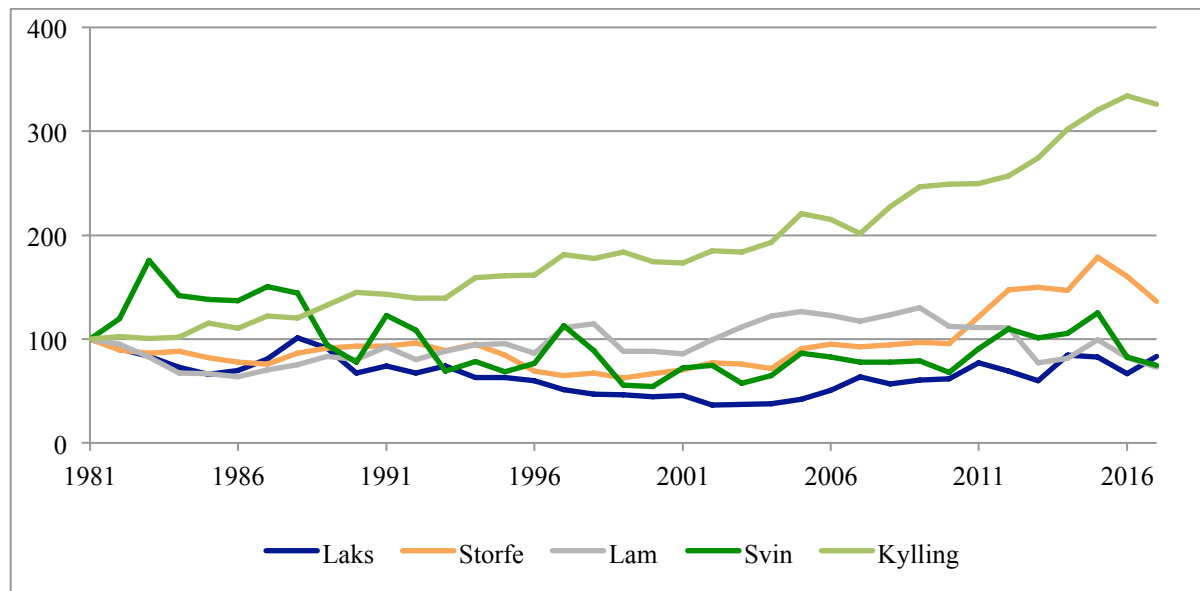
vurderer således trusselen for nye aktører som lav i dag, men at den kan utgjøre en større trussel i fremtiden dersom ny teknologi bryter frem.

Trusselen fra substitutter

Substitutter kan beskrives som produkter og tjenester som dekker den samme funksjonen eller behovet (Johnson mfl., 2011, s. 57). Slike substitutter kan redusere lønnsomheten til en bransje ved at det settes et pristak. Dersom prisen på et produkt øker, vil det være en mulighet for at kunden bytter til et tilsvarende substitutt som dekker den samme funksjonen eller behovet. Trusselen fra slike substitutter vil i tillegg til pris avhenge av forhold som kvalitet og kundens vilje til å benytte et annet produkt eller tjeneste (Henry, 2008, s. 75).

Annen *fersk fisk* kan karakteriseres som det største og mest nærliggende substituttet for laks, hvilket tilsier at kundens vilje for å benytte produktet trolig vil være større enn med en helt annen type kjøttprodukt. Både makrell og sild har et høyere innhold av omega-3 enn laks og kan dermed utgjøre en potensiell trussel (Godfisk, 2016). Torsken er også en populær og næringsrik fisk som det allerede konsumeres mye av på både det norske markedet og globalt. Dette er mulig det mest nærliggende substituttet for laks, og utgjør således en potensiell trussel. De siste årene har det vært en økt interesse for torskeoppdrett, mye på grunn av gode tider i laksenæringen samt den begrensede tilgangen på konsesjoner for laks. Det forskes mye innen torskeoppdrett på ernæring, utvikling av alternativt og billigere fôr, vannkvalitet og oppdrettsmiljø (Havforskningsinstituttet, 2009). Dersom det utvikles en mer effektiv og rimeligere måte for oppdrett av torsk, kan det tenkes at torsken kan utgjøre en mer direkte trussel i fremtiden enn hva den gjør i dag.

Videre kan annen type *proteinrik mat* utgjøre substitutter for laksen. Slike produkter kan være kyllingkjøtt, storfekjøtt, svinekjøtt og lam. Disse produktene dekker imidlertid noe ulike behov enn laksen, og kan dermed beskrives som mindre nærliggende substitutter. Prisforskjellen mellom laksen og de ulike produktene og kundenes egne preferanser vil trolig bli avgjørende for hva forbrukeren velger. Figuren under viser den relative prisutviklingen på laks og substitutter i perioden 1981-2016 (IMF, 2016a):



Figur 16: Relativ prisutvikling fra januar 1981 til april 2016

Sammenlignet med andre substitutter har laks blitt relativt rimeligere de siste tiårene. På bakgrunn av prisutviklingen sammen med egenskaper som høyt næringsinnhold og særegen smak, mener vi at den norske laksen har en god posisjon i markedet. Dette understøttes av en undersøkelse som viser at eksempelvis 67 % av italienerne og 74 % av portugiserne som spiser norsk laks gjør det på grunn av den særegne og spesielle smaken (Laks, 2016). Det kan dermed argumenteres for at forbrukerens tilbøyelighet for å velge andre substitutter trolig vil være relativt høy, og at andre substitutter kun utgjør er lav trussel. Den gode posisjonen i markedet vil imidlertid kunne endre seg dersom prisforholdet mellom laks og andre substitutter skulle øke betydelig i fremtiden.

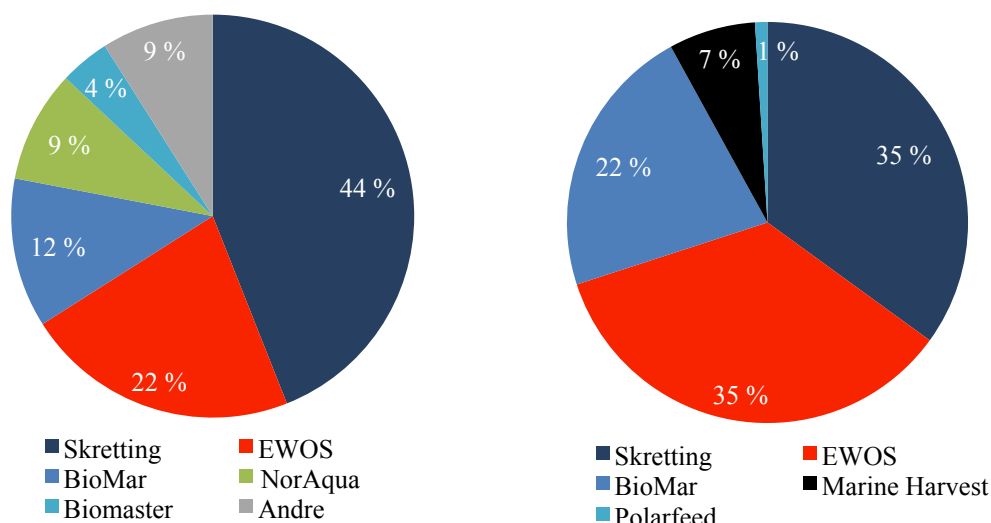
Trusselen fra leverandørenes forhandlingsmakt

Leverandører til oppdrettsbransjen kan utgjøre en trussel ved å heve prisen eller redusere kvaliteten på varer og tjenester som de forsyner bransjen med. Trusselen fra leverandører vil trolig øke under følgende omstendigheter (Henry, 2008, s. 74-75):

1. Leverandørenes produkter er viktige produksjonsfaktorer for kjøperen
2. Leverandørene er få og mer konsentrert enn bransjen de selger til
3. Det eksisterer få eller ingen substitutter til produktene eller tjenestene som tilbys
4. Leverandørens produkter er differensierte eller innebærer høye byttekostnader
5. Det er en trussel for fremover integrasjon

Både NRS og de sammenlignbare virksomhetene har i dag selvforsynt smolttilgang, hvilket gjør tilbyderne av fiskefôr til deres viktigste leverandør. Fôrkostnadene i oppdrettsbransjen utgjør den største enkeltandelen av produksjonskostnadene, og dette gir leverandørene av fiskefôr stor innvirkning på lønnsomheten og hvorvidt oppdrettsvirksomhetene klarer å oppnå tilfredsstillende marginer. Samtidig er virksomheter i oppdrettsbransjen helt *avhengige av fiskefôr* i sin daglige produksjon. Dette tilsier isolert sett en høy forhandlingsmakt for leverandørene av fiskefôr.

Fôrbransjen er videre preget av noen få og store produsenter og er dermed enda mer *konsentrert* enn oppdrettsbransjen. Siden 2008 har hovedsakelig de tre store fôrleverandørene EWOS, Skretting og Biomar dominert bransjen. Disse står i dag for 92 % av den totale produksjonen. Figuren under viser utviklingen av produsenter av fiskefôr fra 1998 til 2014 (Marine Harvest, 2015b, s. 43):



Figur 17: Produsenter av fiskefôr i 1998 og i 2014

Henry (2008, s. 74) påpeker at jo større og mer dominerende leverandørene er, desto mer press kan de plassere på bransjen de selger til. Det kan dermed tenkes at den konsentrerte fôrbransjen har muligheter til å påvirke prisen på fiskefôr i sin favør, hvilket vil presse marginene i oppdrettsbransjen ytterligere. Det faktum at Marine Harvest har valgt å etablere sin egen fôrvirksomhet kan indikere at prisen på fiskefôr er for høy, da de mener at det er mer gunstig å produsere selv. Få aktører i fôrbransjen gir trolig leverandørene en økt forhandlingsmakt ovenfor oppdrettsbransjen.

På den andre siden er det naturlig å anta at det eksisterer et *gjensidig forhold* mellom leverandørene av fiskefôr og oppdrettsbransjen. Trolig er oppdrettsbransjen en svært viktig kunde og kjøper av fiskefôr som tilbyderne ikke ville fått inndeckret av andre kunder. Samtidig har trolig fiskefôr en *liten grad av differensiering* til tross for at det eksisterer ulike typer fôr. Dette kan indikere at byttekostnadene er lave, spesielt når prisen på fiskefôr er så viktig for lønnsomheten og marginene til oppdrettsbransjen. Dette demper leverandørene av fiskefôr sin forhandlingsmakt, ettersom oppdrettsvirksomheter kan velge å bytte ut leverandørene på bakgrunn av prisen.

Leverandørenes trussel for *fremover integrasjon* vurderes som minimal. Oppdrett er strengt regulert av lover for hvem som kan drive oppdrett, slik at fôrleverandører ikke uten videre kan etablere seg i bransjen. Oppdrettsbransjens største aktør, Marine Harvest, har imidlertid som nevnt valgt å integrere seg bakover og etablere egen fôrvirksomhet. Leverandørenes forhandlingsmakt vil da reduseres.

Oppsummert tilsier oppdrettsbransjens sterke avhengighet av fiskefôr og få leverandører av fôret isolert sett en høy forhandlingsmakt for leverandørene. På den andre siden synes det å være et *gjensidig forhold* mellom leverandørene og oppdrettsbransjen. Sammen med lav differensiering blant fiskefôr, lave byttekostnader og minimal trussel for fremover integrasjon fra leverandørene, tilsier dette en lav forhandlingsmakt. Totalt sett vurderer vi således leverandørenes forhandlingsmakt til middels.

Trusselen fra kundenes forhandlingsmakt

Dersom kjøperne i et marked har stor forhandlingsmakt vil de kunne kreve lavere priser og høyere kvalitet. Dette kan medføre redusert lønnsomhet og legge press på marginene for virksomhetene. Henry (2008, s. 72) påpeker at kundenes forhandlingsmakt trolig vil øke under følgende omstendigheter:

1. Produktene er udifferensierte eller standardvarer
2. Byttekostnadene er lave
3. Kjøperen har full informasjon
4. Kundegruppen er konsentrert og kjøper store volum

Den største delen av oppdrettslaksen som selges eksporteres som fersk hel laks. Dermed kan laksen beskrives som et *homogent produkt*, ettersom den stort sett selges *uten differensiering*. Det er kun et fåtall av virksomheter som har lykket med en særlig grad av

differensiering. SALMA er én av dem som har lyktes, der de har skapt en merkevare som ikke kun er laks, men også et særegent produkt med klare egenskaper knyttet til kvalitet og farge på laksen som gir utgangspunkt for en høyere pris (SINTEF, 2014, s. 48). Det er imidlertid svært vanskelig for virksomheter å oppnå en særlig grad av differensiering ettersom laksen i svært liten grad videreføres i Norge, og vanligvis anses oppdrettslaksen som et standard produkt med standard kvalitet. Dette gjør at oppdrettsbransjen antas å ha *lave byttekostnader*, hvilket innebærer at kunder enkelt kan bytte fra en leverandør til en annen. Lave byttekostnader gir isolert sett kunden en sterk forhandlingsposisjon. Videre har kunder relativt *god tilgang på informasjon* knyttet til eksempelvis pris, produkttester og kvalitet. Dette er også forhold som tilsier at det vil være enkelt for kunden å bytte ut leverandører dersom produktene ikke tilfredsstillter kundens preferanser.

Den største kundegruppen i oppdrettsbransjen utgjør grossister og dagligvarekjeder som selger laksen videre til den endelige kunden. De senere årene har man sett en tendens til *økende konsentrasjon* blant dagligvarekjeder, der stadig færre kjeder får større markedsandel. I Norge står for eksempel de fire største butikkjedene Rema, Norgesgruppen, Coop og Rimi for over 90 % av dagligvaresalget. Den samme konsentrasjon blant butikkjeder har man også sett i utenlandske markeder (Regjeringen, 2014, s. 25). Denne utviklingen kan medføre at oppdrettsbransjen får færre aktører å forholde seg til. Det kan først og fremst være bra i forhold til logistikk og tilgjengelighet, men det kan også føre til at denne kundegruppen opplever økt forhandlingsmakt og har mulighet til å presse marginene i oppdrettsbransjen. Videre har særlig utenlandske butikkjeder vist seg å stille stadig *høyere krav* til leverandørene av laks de senere årene. Det stilles hovedsakelig krav til laksens pris og kvalitet, men også andre forhold som et bredt produktspekter og differensiering, samt punktlighet og fleksibilitet i leveranser (Asche og Tveterås, 2011, s. 38-39). Leverandørene av laks må således tilfredsstillte en rekke krav for å være levedyktige i markedet. Dette tilsier en stadig økende forhandlingsmakt for kundene til oppdrettsbransjen, der leverandører av laks hele tiden må forsøke å tilfredsstillte kundenes økende krav for å opprettholde sine markedsandeler. Dersom kundene stadig krever høyere kvalitet og lavere priser vil dette kunne gå på bekostning av oppdrettsbransjens lønnsomhet og marginer.

Oppsummert mener vi at kundenes forhandlingsmakt i oppdrettsbransjen anses som middels. Laksen kan beskrives som et homogent og lite differensiert produkt, hvilket tilsier lave byttekostnader. Kundegruppen har over tid utviklet seg til en konsentrert gruppe, som samtidig har vist seg å stille økende krav til egenskaper som pris, kvalitet og differensiering.

Trusselen fra intern rivalisering

En svært viktig del av konkurransesituasjonen og samlet lønnsomhet for bransjen er graden av intern rivalisering blant eksisterende aktører. Høy grad av rivalisering fører generelt til en mindre attraktiv og lønnsom bransje. Den interne rivaliseringen påvirkes av styrken på de fire konkurransekraftene. I tillegg vil særlig følgende forhold forsterke den interne rivaliseringen blant eksisterende aktører i bransjen (Henry, 2008, s. 76):

1. Lave byttekostnader og grad av differensiering
2. Høye kostnader
3. Manglende likevekt mellom aktørene
4. Periodevis ekstra kapasitet
5. Lav bransjevekst
6. Høye utgangsbarrierer

Vi har tidligere beskrevet oppdrettslaksen som et *homogent produkt* som normalt selges uten særlig differensiering av kvalitet. Det er svært få virksomheter som har lykket med dette. Bransjen antas således å ha *lave byttekostnader*. Dette tilsier isolert sett en høy grad av intern rivalisering i bransjen, da virksomheter trolig vil konkurrere om å beholde kundene og forhindre at de enkelt bytter mellom en leverandør av laks til en annen.

Videre beskrives oppdrettsbransjen som en *kapitalintensiv bransje* med høye kostnader relatert til konsesjoner, oppdrettsanlegg, biologiske eiendeler (laks) og drift. De høye kostnadene i bransjen kan tenkes å bidra til en økt intern rivalisering, da virksomheter gjerne ønsker å fordele kostnadene utover store volum. Dette kan ses i sammenheng med bransjens muligheter for *skala- og stordriftsfordeler*. Store virksomheter kan ha bedre muligheter til å fordele produksjonskostnader utover større volum. I tillegg kan det tenkes at store virksomheter kan forhandle frem bedre avtaler på blant annet fiskefôr og viktige innsatsfaktorer med leverandørene. Betydningen av skala- og stordriftsfordeler i oppdrettsbransjen gjenspeiles i den *økte konsolideringstrenden* i de senere årene. Trenden har ført til at bransjen i dag består av noen få store aktører som står for over halvparten av produksjonen. Det er dermed ikke særlig stor likevekt mellom det totale antallet av eller størrelsen på aktørene i den norske oppdrettsbransjen. Få aktører i bransjen vil i følge Henry (2008, s. 76) trolig forsterke den interne rivaliseringen ytterligere som følge av økt konkurranse mellom aktørene for å kapre nye markedsandeler.

Oppdrettsbransjen er videre en *syklisk bransje*, hvilket gjør at det ofte vil være ubalanse mellom det globale tilbudet og etterspørselen. Det blir typisk gjort store investeringer i perioder med høy etterspørsel, og når laksen er slakteklar to til tre år etter blir tilbudet for stort. Dette fører til perioder med *overkapasitet*, hvilket videre fører til priskonkurranse som i sin tur kan føre til økt intern rivalisering blant aktørene.

Oppdrettsbransjen har de senere årene opplevd en enorm utvikling og *vekst i etterspørselen*. Bransjen er i dag i en situasjon hvor den globale etterspørselen etter laks vokser raskere enn det globale tilbudet. Dette har gitt periodevis svært høye laksepriser, hvilket påvirker lønnsomheten og marginene i bransjen positivt. Den store etterspørselsveksten gir også virksomheter mulighet til videre ekspansjon uten å ta kunder fra eksisterende konkurrenter. Dermed kan etterspørselsveksten bidra til å dempe den interne rivaliseringen, da virksomheter ikke behøver å konkurrere like mye om de samme kundene og markedene.

Samtidig har vi sett at konsesjonssystemet utgjør en betydelig inngangsbarriere til bransjen. Dette begrenser trusselen for nye aktører og at nye aktører kaprer store deler av dagens lønnsomhet som følge av høye laksepriser og økt etterspørsel. Konkurransen om et *begrenset antall konsesjoner* kan imidlertid tenkes å føre til økt rivalisering blant eksisterende aktører i bransjen. De senere årene har det kun vært en svak utvikling i tildelingen av konsesjoner. Da det primært har vært flere søkere enn antall konsesjoner, har søkerne måtte konkurrere om tildeling av konsesjoner basert på ulike kriterier. En undersøkelse viser at flere av konsesjonene som ble tildelt i 2009 ble solgt videre til aktører med en gevinst tilsvarende 296 MNOK, hvilket innebærer en pris langt over utgangspunktet (Nofima, 2014, s. 1). Den høye prisen på konsesjoner som blir kjøpt opp av andre virksomheter kan tenkes å gjenspeile den interne konkurransen for å sikre seg nye konsesjoner og vekst. Vi antar således at konsesjonssystemet kan bidra til å øke den interne rivaliseringen, men på samme tid gi opphav til *lavere utgangsbarrierer* ettersom det vil være enkelt å selge konsesjonene til en høy pris. Dette kan dempe den interne rivaliseringen.

Totalt sett vurderes den interne rivaliseringen i bransjen til middels. Homogent produkt, lave byttekostnader og høye kostnader forbundet med oppdrett tilsier isolert sett en høy grad av rivalisering. På en annen side er bransjen i dag i en situasjon hvor den globale etterspørselen etter laks vokser svært raskt samtidig som det globale tilbudet er begrenset. Den store etterspørselsveksten de senere årene antas således å bidra til å dempe den interne rivaliseringen i bransjen.

Oppsummering av Porter

Hovedpunktene fra Porter oppsummeres i tabellen under:

Argument	Trusselgrad
Potensielle nye aktører	
Begrenset antall konsesjoner	Lav-middels
Kapitalintensiv bransje	
Manglende stordriftsfordeler for små aktører	
Naturgitte forutsetninger for å drive med oppdrett	
Nye måter å drive oppdrett på i fremtiden	
Substitutter	
Annen type fersk fisk	Lav
Annen type proteinrik mat	
Leverandørenes forhandlingsmakt	
Avhengige av fiskefôr	Middels
Konsentrert bransje	
Gjensidig bytteforhold mellom leverandører av fôr og bransjen	
Lav differensiering på fiskefôr	
Fremover integrasjon mindre sannsynlig	
Kundenes forhandlingsmakt	
Homogent produkt med antatt lave byttekostnader	Middels
Konsentrert kundegruppe	
Kundegruppen stiller større krav	
Intern rivalisering	
Homogent produkt med antatt lave byttekostnader	Middels
Kapitalintensiv bransje	
Manglende stordriftsfordeler for små aktører	
Økt konsolideringstrend	
Syklisk bransje	
Vekst i etterspørsel	
Begrenset antall konsesjoner	
Totalvurdering Porter	Middels

Tabell 10: Oppsummering av Porter

Fra Porters fem krefter vil vi fremheve *homogent produkt*, *konsesjonssystemet* og *stadig økende etterspørsel etter laks* som sentrale faktorer for å beskrive konkurransesituasjonen i oppdrettsbransjen. Laks kan beskrives som et homogent produkt med antatt lave byttekostnader, hvilket isolert sett tilsier en høy grad av konkurranseintensitet. Konsesjonssystemet antas å redusere trusselen fra nye aktører, men kan tenkes å øke den

interne rivaliseringen blant eksisterende virksomheter som følge av konkurransen om et begrenset antall nye konsesjoner. Etterspørselsveksten etter laks kan imidlertid bidra til å redusere rivaliseringen i bransjen, da virksomheter ikke trenger å konkurrere like sterkt om nye og eksisterende kunder og markeder for å sikre en lønnsom drift. Samlet sett vurderer vi således konkurranseintensiteten i oppdrettsbransjen til middels. Dermed anser vi oppdrettsbransjen som en relativt attraktiv og lønnsom bransje å konkurrere i.

Begrensninger ved Porter

Michael Porters rammeverk anses som et sentralt rammeverk for å analysere oppdrettsbransjens lønnsomhet og attraktivitet. Det er imidlertid viktig å være klar over hvilke begrensninger som eksisterer for å forhindre at disse påvirker vår analyse negativt.

Porters rammeverk er først og fremst kritisert for å fokusere primært på *verdikapring* fremfor *verdiskapning*. Rammeverket ignorerer dermed at virksomheter kan skape økt lønnsomhet gjennom kontinuerlig samarbeid (Jacobsen og Lien, 2005, s. 52). For oppdrettsbransjen antar vi at samarbeid mellom aktørene vil være svært viktig og kan komme flere til gode. Eksempelvis kan samarbeid om felles forskning for å redusere miljøutfordringer være svært aktuelt. Poenget underbygges av innføringen av utviklingskonsesjoner, som har som formål å utvikle nye driftsformer som kan komme alle til gode dersom prosjektene lykkes.

Videre er rammeverket kritisert for å ta for lite hensyn til krefter som myndighetenes rolle i bransjen. Disse kan i følge Henry (2008, s. 82) utgjøre en sjette konkurransekraft. For oppdrettsbransjen vil myndighetene spille en sentral rolle da bransjen er strengt regulert, og vi har således forsøkt å ta hensyn til dette gjennom vår analyse.

Avslutningsvis er rammeverket kritisert for å ta utgangspunkt i en relativt statisk analyse som forutsetter stabile markeder. Dette er trolig ikke alltid tilfellet i dagens dynamiske markeder som gjennomgår stadige endringer (Henry, 2008, s. 83). For oppdrettsbransjen kan eksempelvis teknologiske gjennombrudd endre svært mye på kort tid. Vi har derfor forsøkt så langt det lar seg gjøre å kommentere krefter som kan påvirke bransjen også i fremtiden.

Begrensningene ved Porter tilsier at rammeverket ikke bør benyttes alene. Ved å kombinere PESTEL og Porter mener vi imidlertid at vi får et helhetlig bilde av mulighetene og truslene i den eksterne analysen av oppdrettsbransjen. De viktigste funnene fra Porter og PESTEL vil bli tatt med videre til SWOT-analysen.

4.2 Intern analyse

Den interne analysen har som formål å kartlegge virksomhetens strategiske ressurser. Ressurser defineres i denne utredningen som innsatsfaktorer virksomheten har, i motsetning til noe den gjør (Jacobsen og Lien, 2005, s. 79). Det ressursbaserte perspektivet som utøves i den interne analysen undersøker om det finnes forskjeller mellom virksomheter med hensyn til hvilke ressurser de disponerer, og hvordan disse kan gi opphav til potensielle konkurransefordeler eller ulemper. Ved å ta i bruk SVIMA kan vi identifisere om NRS besitter ressurser som kan gi opphav til konkurransefortrinn (Jacobsen og Lien, 2005, s. 87).

4.2.1 SVIMA

SVIMA-analysen vil hjelpe oss å identifisere NRS sine interne ressurser. Formålet med analysen er å finne ressurser som kan gi opphav til varige konkurransefortrinn i bransjen. For at en ressurs skal skape konkurransefortrinn må den tilfredsstillende fem kriterier: *sjelden*, *viktig*, *ikke-imiterbar*, *mobiliserbar* og *appropriierbar*. Figuren under viser hvordan de fem kriteriene utgjør SVIMA-rammeverket (Jacobsen og Lien, 2005, s. 88-89):

Sjelden	Viktig	Ikke- imiterbar	Mobiliserbar	Appropriierbar	Utfall
Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Paritet
Ja	Nei	Ja	Ja	Ja	Trivielt fortrinn
Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Ja	Ja	Ja	Nei	Ja	Potensielt varig fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	Varig, ikke beholdt fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig, beholdt fortrinn

Tabell 11: SVIMA-rammeverket

Sjelden: konkurrentene besitter ikke den aktuelle ressursen i tilsvarende mengde og/eller kvalitet (Jacobsen og Lien, 2005, s. 80).

Viktig: ressursen er viktig og har innvirkning på virksomhetens kostnader og/eller kundenes betalingsvilje (Jacobsen og Lien, 2005, s. 81).

Ikke-imiterbar: dersom ressursen skal være verdifull over tid må ikke konkurrenter enkelt kunne kopiere eller erstatte den med en tilsvarende resurs (Jacobsen og Lien, 2005, s. 82).

Mobiliserbar: ressursen må enkelt kunne konverteres til økonomisk verdi (Jacobsen og Lien, 2005, s. 82).

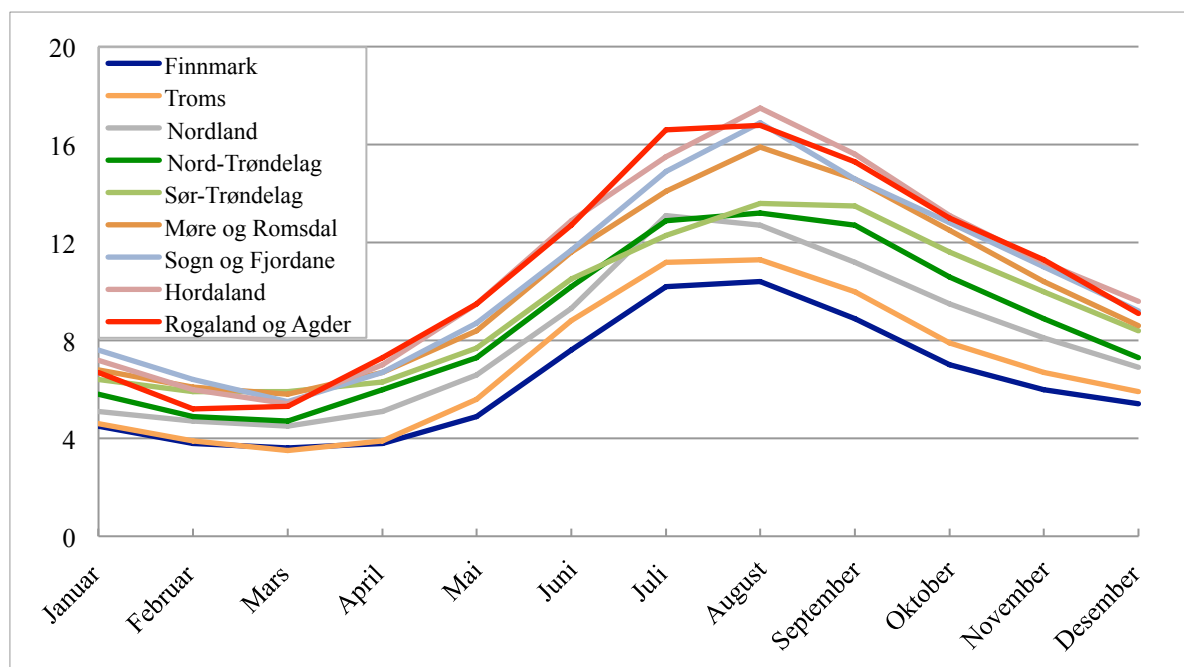
Appropriert: virksomheten må sitte igjen med den økonomiske verdien som skapes av ressursen, ikke andre aktører i bransjen (Jacobsen og Lien, 2005, s. 83).

Vi har i delkapittel 2.2.5 beskrevet at NRS synes å skille seg fra de sammenlignbare virksomhetene på primært fire ulike måter. Vi velger i SVIMA-analysen å fokusere på to av disse avvikene som vi mener kan utgjøre potensielle fortrinn for NRS: *lokalisering* og *satsing på steril laks*. De to resterende avvikene, *stor andel ren salgsvirksomhet* og *manglende stordriftsfordeler*, vil analyseres i den kvantitative analysen i delkapittel 6.2.1.

Lokalisering

NRS sin oppdrettsvirksomhet er hovedsakelig lokalisert i Troms og Finnmark med 29 av 35 konsesjoner. Vi vil i det følgende argumentere for at denne lokaliseringen kan utgjøre et midlertidig fortrinn.

Nord-Norge skiller seg fra resten av landet med en kaldere havtemperatur. Temperatur og kystvannsstrømmer er de viktigste faktorene for utvikling og spredning av lakselus, hvilket gjør at NRS sine oppdrettsanlegg i Troms og Finnmark ikke får de samme problemene knyttet til sykdommer og lakselus som i sør. Lus er i dag en av de største utfordringene knyttet til fiskehelse i oppdrett (Norway Royal Salmon, 2015a, s. 19). Vi illustrerer gjennomsnittlig havtemperatur i utvalgte regioner i figuren under (Lusedata, 2016):



Figur 18: Gjennomsnittlig havtemperatur i utvalgte regioner (°C)

Den kalde havtemperaturen i Nord-Norge fører videre til mindre algegroing på merdene. Dette gjør at driftskostnadene er mindre for NRS sine anlegg i nord. De biologiske forholdene i Nord-Norge gir således lavere risiko for sykdommer samt bedre marginer for virksomheten (Norway Royal Salmon, 2015a, s. 19). På lang sikt er det påpekt at den globale oppvarmingen vil føre til økende havtemperaturer (SINTEF, 2013, s. 147-148). Dette vil trolig gjøre Nord-Norge enda mer gunstig for oppdrett av laks i fremtiden, og det vil i så tilfelle være fordelaktig for NRS allerede å ha et stort antall konsesjoner i Region Nord.

Flere regioner, særlig på Vestlandet, har i dag nådd maksimal produksjon under dagens regulering og miljøbelastning. Nord-Norge har imidlertid blitt fremhevet som et område hvor det fremdeles er mulig å øke veksten (Havforskningsinstituttet, 2015, s. 10). Regionen har i tillegg store tilgjengelige arealer for nye oppdrettsanlegg og et potensiale for å øke arealeffektiviteten (Menon Business Economics, 2013, s. 23). Dette gjør at NRS vil ha gode muligheter for å kunne oppnå både nye konsesjoner og grønne trafikklys i fremtiden dersom ordningen innføres fra 2017. Lokaliseringen i Nord er derfor viktig, ettersom den kan gi NRS muligheter som virksomheten muligens ikke ville hatt sammenlignet med tilstedeværelse andre steder i landet. Et motargument kan imidlertid være at en stor konsentrasjon av konsesjoner i Region Nord fører til en manglende diversifiseringseffekt for NRS. Dermed vil NRS være ekstra sårbare ovenfor potensielle sykdomsutbrudd i regionen.

Lokalisering kan beskrives som en ressurs hvor eierrettighetene er begrenset mot imitasjon som følge av naturgitte eller juridiske forhold (Jacobsen og Lien, 2005, s. 89). Det finnes eksempelvis bare et vist antall områder egnet for oppdrett i Nord-Norge. Til tross for at regionen har flere områder tilgjengelig, vil de mest attraktive være en knapp ressurs. Videre er tilgangen på regionen begrenset av juridiske forhold gjennom konsesjonssystemet. NRS sin tilhørighet og lokalisering i Nord-Norge kan dermed betegnes som fysisk og juridisk unik. Lokaliseringen tilfredsstillter dermed kriteriet om å være sjelden. Til tross for at lokaliseringen er begrenset mot imitasjon, vil det imidlertid være en mulighet for konkurrenter til å få økt tilgang på regionen gjennom oppkjøp av konsesjoner og fremtidige tildelinger. Dette gjør at lokaliseringen er imiterbar på sikt. Videre vil det være en mulighet for at verdien av lokaliseringen i Nord-Norge reduseres eller erstattes av nye måter å drive oppdrett på i fremtiden. Dersom kommersialiseringen av offshore oppdrettsanlegg og oppdrettsanlegg på land lykkes kan lokaliseringen miste sin verdi. Vi argumenterer likevel for at lokaliseringen er en ressurs som kan ta lang tid å opparbeide seg, og må derfor anses som sjelden i dagens marked.

Lokaliseringen i Nord-Norge har som tidligere omtalt mindre forekomst av lakselus og algegroing på merdene. Dette har ført til lavere kostnader og risiko for NRS sine oppdrettsanlegg i Troms og Finnmark. Lokaliseringen i Nord-Norge skaper dermed økonomisk verdi for NRS, og er således viktig og mobiliserbar. Da Regjeringen har kommunisert et særlig vekstpotensial for oppdrett i Nord-Norge sammenlignet med resten av landet vil trolig fremtidige konsesjoner og grønne trafikklys bli tildelt her, hvilket muliggjør videre vekst for NRS i Region Nord. Det er videre nærliggende å anta at NRS sitter igjen med den økonomiske verdien av deres lokalisering i Nord-Norge, og at ressursen ikke ville hatt høyere økonomisk verdi hos andre konkurrenter i området. Vi antar derfor at lokaliseringen er approprierbar. Lokaliseringen i nord synes således å gi NRS opphav til et midlertidig fortrinn.

Sjelden	Viktig	Ikke- imiterbar	Mobiliserbar	Approprierbar	Utfall
Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn

Tabell 12: Lokalisering, midlertidig fortrinn

Satsing på steril laks

NRS har de siste årene forsket på produksjon av steril laks for å redusere miljøpåvirkninger relatert til rømt oppdrettslaks. Vi vil i det følgende argumentere for at denne satsingen kan utgjøre et midlertidig fortrinn.

NRS sin satsing på steril laks anses som en av hovedgrunnene til at virksomheten ble tildelt ti grønne konsesjoner ved forrige tildelingsrunde i 2014. For NRS betyr de nye konsesjonene en økning i produksjonskapasiteten på 40 %, og innebærer et betydelig organisk vekstpotensial. Satsingen på steril laks er således svært viktig for NRS. Videre var virksomheten den eneste aktøren som fikk tildelt grønne konsesjoner med bakgrunn i sin satsing på steril laks. Andre aktører i bransjen har primært fokusert på andre tiltak for å redusere miljøutfordringer, og satsingen på steril laks kombinert med tilsagn på et stort antall begrenset konsesjoner kan dermed anses som sjeldent. For at NRS skal realisere fordelen med satsing på steril laks, må det som redegjort i delkapittel 2.2.3 gis dispensasjon fra akvakulturdriftsforskriften. Denne forvaltes av Mattilsynet, som har vist seg skeptiske til hvorvidt fiskevelferden bevares ved produksjonen av steril laks, og ønsker derfor mer forskning på området før storskalaproduksjon muliggjøres. Ny forskningsbasert kunnskap viser imidlertid at tidligere utfordringer relatert til fiskevelferd kan motvirkes ved lavere havtemperaturer og høyere innhold av fosfor i fiskefôret. Dersom slike forhold blir tatt

hensyn til i produksjonen, argumenterer Havforskningsinstituttet for at produksjon av steril laks i storskala vil være forsvarlig (Havforskningsinstituttet, 2015, s. 14). Produksjon av steril laks vil dermed ikke være hensiktsmessig i Sør-Norge som følge av høyere havtemperatur, hvilket gir Nord-Norge en naturlig fordel. NRS har som tidligere diskutert allerede en gunstig lokalisering i Nord-Norge, hvor forholdene for å produsere steril laks er svært gode. Mattilsynet har allerede gitt dispensasjon til produksjon av steril settefisk i storskala, der 1,6 millioner steril settefisk nå har vært i produksjon i over ett år. Disse er klar for utsett i sjøen i 2016. Det er således nærliggende å anta at NRS vil få dispensasjon for utsett i den nærmeste fremtiden, og at konsesjonene vil innebære et betydelig og viktig vekstpotensial for virksomheten fremover.

Et sentralt spørsmål er videre hvorvidt satsingen på steril laks kan være mobiliserbar og konverteres til økonomiske verdier for NRS i fremtiden. Tatt i betraktning at forbrukere gjerne foretrekker miljøvennlige produkter kan det være nærliggende å anta at de vil anse steril laks som positivt. Prinsippet med sterile matvarer har dessuten eksistert i en årrekke og er ikke en ny metode å produsere matvarer på. Blant annet brukes metoden i dag til å produsere østers og steinfrie druer (iLaks, 2015). På den andre siden kan det tenkes at forbrukerne anser steril laks som et negativt og mindre naturlig produkt. Potensielle negative holdninger kan ha blitt forsterket av Mattilsynets diskusjon om fiskehelsevelferd og den enorme klagestormen da NRS fikk tildelt konsesjoner for satsing på steril laks. ”Svært betenkelig” og ”ikke forsvarlig” var reaksjonene fra konkurrenter etter tildelingsrunden i 2014 (Nord24, 2014). NRS har imidlertid en stor kundemasse og eksporterer hele 88 % av lakseproduksjonen til 51 ulike land. Det er nærliggende å anta at det eksisterer ulike holdninger til sterile matvarer i ulike markeder, og at etterspørselen etter laks således vil fortsette. Dermed vil satsingen på steril laks kunne være mobiliserbar ettersom den enkelt vil kunne konverteres til økonomiske verdier for NRS i fremtiden når laksen er klar for salg i markedet. Videre vil NRS være den som sitter igjen med den økonomiske verdien av satsingen. Deres forskning og interne forsøk de senere årene har gitt virksomheten god kunnskap om produksjon av steril laks, og opplever så langt gode erfaringer med den sterile laksen som ble satt ut i Region Nord i 2014. Satsingen på steril laks kan dermed beskrives som appropriert, ettersom satsingen trolig ikke ville hatt større verdi hos andre aktører i bransjen.

Satsingen på steril laks kombinert med å være eneste aktør som fikk tildelt grønne konsesjoner på bakgrunn av steril laks, kan tenkes å gi NRS kompetanse og kunnskap for en

miljømessig drift som i stor grad blir stadig mer viktig for å sikre ny vekst i fremtiden. Det kan således tenkes at NRS vil ha erfaringer som kan gi potensielle fordeler ved tildeling av grønne konsesjoner i fremtiden. Denne fordelene vil imidlertid kunne tilfalle andre aktører også, da satsingen på steril laks er mulig å kopiere. Videre kan det tenkes at fordelene ved produksjon av steril laks kan reduseres eller erstattes i fremtiden dersom utviklingskonsesjoner og prøveprosjekt som både bidrar til miljømessig drift og økt produksjon av laks får gjennomslag i fremtiden. Dette kan imidlertid ta lang tid å utvikle, og per i dag vurderes således NRS sin satsing på steril laks og grønne konsesjoner som et midlertidig fortrinn som følge av de store vekstmulighetene satsingen gir.

Sjelden	Viktig	Ikke- imiterbar	Mobiliserbar	Appropriert	Utfall
Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn

Tabell 13: Satsing på steril laks, midlertidig fortrinn

Oppsummering av SVIMA

	Sjelden	Viktig	Ikke- imiterbar	Mobiliserbar	Appropriert	Utfall
Lokalisering	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Satsing på steril laks	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn

Tabell 14: Oppsummering av SVIMA

SVIMA-analysen viser at NRS sin lokalisering i Nord-Norge er gunstig, spesielt med tanke på lavere risiko for sykdommer og lavere driftskostnader enn anleggene i Sør-Norge. Det er også påpekt at regionen har et fremtidig vekstpotensial, både gjennom nye konsesjoner og grønne trafikklys. Dette gjør at NRS har muligheter for å vokse ytterligere i regionen i fremtiden. På lang sikt er det også påpekt at Nord-Norge er en gunstig lokalisering for lakseoppdrett som følge av økende havtemperaturer og global oppvarming. Videre har lokaliseringen i Nord-Norge naturgitte fordeler som muliggjør produksjon av steril laks. NRS sin satsing på steril laks var avgjørende for de ti nye konsesjonene som virksomheten mottok i 2014. For virksomheten utgjør dette en økt produksjonskapasitet og innebærer således et betydelig vekstpotensial i fremtiden, særlig i forhold til de sammenlignbare virksomhetene. Kombinasjonen av lokalisering i Nord-Norge og satsing på steril laks synes dermed å være fordelaktig for NRS, og gir opphav til et midlertidig konkurransefortrinn.

Begrensninger ved SVIMA

Det ressursbaserte perspektivet som utøves i SVIMA-rammeverket kritiseres for å være for statisk, og tar ikke hensyn til hvordan ressursene som diskuteres kan utvikle seg og endre seg

over tid (Henry, 2008, s. 144). Oppdrettsbransjen er i stadig utvikling, og virksomhetene som opererer i bransjen må derfor tilpasse sine ressurser til skiftende og dynamiske omgivelser. Vi har derfor forsøkt å ta stilling til hvordan NRS sine interne ressurser i dag kan påvirkes av endringer i fremtiden. Eksempelvis viser analysen at fordelene ved lokaliseringen til NRS og satsingen på den sterile laksen kan reduseres i fremtiden dersom nye måter å drive oppdrett på får gjennomslag. Videre er det ressursbaserte perspektivet kritisert for å ha et manglende detaljnivå, hvilket gjør at perspektivet må kombineres med flere modeller (Henry, 2008, s. 144). Vi mener imidlertid at SVIMA og det ressursbaserte perspektivet er viktige bidrag for å få oversikt over interne forhold og mulige konkurransefortrinn som NRS innehar. Ved å kombinere SVIMA-analysen med de eksterne modellene vil vi få en god oversikt over både interne og eksterne forhold for NRS. Dermed utgjør modellen en viktig del av den avsluttende SWOT-analysen.

4.3 SWOT

SWOT-analysen binder sammen interne og eksterne forhold fra den strategiske analysen, og danner et helhetlig bilde av NRS og deres strategiske posisjon. På denne måten kan man enklere vurdere hvorvidt virksomhetens eksisterende *styrker* og *svakheter* er i stand til å håndtere potensielle *muligheter* og *trusler* i omgivelsene, men også bevisstgjøres hvordan de eksterne omgivelsene kan utvikle seg og påvirke NRS i fremtiden (Henry, 2008, s. 118).

Styrker og svakheter tar utgangspunkt i NRS sine interne forhold og er basert på funnene fra SVIMA-analysen. Muligheter og trusler tar utgangspunkt i NRS sine eksterne forhold og er basert på funnene fra PESTEL-analysen og Porters rammeverk. SWOT-analysen vil dermed fungere som en viktig oppsummering av den strategiske analysen. Det vil i tillegg presenteres potensielle styrker/svakheter og muligheter/trusler som ble identifisert gjennom kapittel 2, der vi beskrev bransjen og NRS.

I den videre verdsettelsen av NRS vil SWOT-analysen danne et viktig grunnlag for de fremtidige prognosene og scenarioanalysene. For å styrke det videre arbeidet har vi valgt å kvantifisere hovedfunnene for å gi en mer nyansert og presis konklusjon i SWOT-analysen. *Sannsynligheten* for at forholdet inntreffer skaleres fra én til fem, hvor én er lav og fem er høy sannsynlighet. *Påvirkningen* på verdiestimatet skaleres også fra én til fem, hvor én er lav og fem er høy påvirkning. Kvantifiseringen baserer seg på subjektive vurderinger som tar utgangspunkt i den tidligere drøftingen.

SWOT-analyse										
Styrker	Sannsynlighet					Påvirkning				
	Oppdrett i Nord-Norge	1	2	3	4	5	1	2	3	4
Satsing på ny miljørettet teknologi	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Satsing på steril laks	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Produksjonsvekst	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Helintegrert verdikjede	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Kjedeavtaler	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Svakheter										
Manglende diversifisering (kun drift i Norge)	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Rettighetstap av konsesjoner som følge av pågående rettsak	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Mulig manglende stordriftsfordeler	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Fravær av förvirksomhet	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Manglende erfaring med storskalaproduksjon av steril laks	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Muligheter										
Høy laksepris på kort sikt	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Høy etterspørsel	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Nytt tildelingssystem kan åpne for vekst	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Mindre utsatt for den generelle konjunkturutviklingen i økonomien	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Positiv valutautvikling (svekket NOK)	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Befolkningsvekst globalt	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Voksende middelklasse og på sikt tilhørende økt kjøpekraft	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Økt fokus på sunn livsstil og kosthold	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Teknologiutvikling for å redusere miljøutfordringer	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Teknologiutvikling for å kunne møte økt etterspørsel	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Trusler										
Økt konkurranse globalt	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Lav laksepris på lang sikt	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Förknapphet	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Dagens konsesjonssystem begrenser veksten	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Prisdumpings- og subsidiebeskyldninger	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Handelspolitiske konflikter	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
EØS-avtalen kan svekke konkurranseevnen	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Negativ valutautvikling (styrket NOK)	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Høye förkostnader	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Høy gjeldsrente	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Miljøutfordringer begrenser veksten	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Teknologiutvikling kan medføre overkapasitet	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Sikre kvalifisert teknologisk arbeidskraft	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Nye måter å drive oppdrett på kan redusere inngangsbarrierene	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Substitutter for laks blir mer attraktive	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Leverandørenes forhandlingsmakt presser marginer	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Kundenes forhandlingsmakt presser marginer	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Økt konkurranseintensitet i bransjen	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5

Tabell 15: SWOT-analyse

Begrensninger ved SWOT

Til tross for at SWOT-analysen anses som et viktig verktøy, har den også noen svakheter. Vi vil i det følgende diskutere begrensningene ved modellen.

SWOT-analysen er først og fremst kritisert for å liste opp en rekke faktorer som deretter vektlegges likt. Dette er neppe realistisk for virksomheten, da noen faktorer har større eller mindre betydning og bør således vektlegges deretter (Henry, 2008, s. 120). For å redusere denne svakheten ved modellen har vi valgt å kvantifisere våre resultater ut ifra både sannsynlighet og påvirkning slik at man tydelig kan se den reelle påvirkningen for NRS.

Videre er analysen kritisert for å være for tvetydig. En faktor kan være både en styrke og svakhet eller en mulighet og trussel for virksomheten (Henry, 2008, s. 120). Eksempelvis kan utvikling av ny teknologi være en mulighet fordi miljøutfordringene kan løses, men det kan også være en trussel fordi det på sikt kan medføre overkapasitet i markedet og dermed lavere lønnsomhet. Vi har forsøkt å ta stilling til dette i analysen ved å kategorisere slike faktorer som både muligheter og trusler, eller styrker og svakheter. På denne måten kan vi i utarbeidelsen av de fremtidige prognosene diskutere flere sider av de ulike faktorene.

Avslutningsvis er SWOT-analysen kritisert for at den ikke er noe mål i seg selv, men del av en større prosess. Som nevnt innledningsvis vil vi bruke resultatene fra analysen for å gi mer presise estimater i de fremtidige prognosene og i scenarioanalysen. SWOT-analysen er dermed et viktig grunnlag for den videre verdsettelsen av NRS.

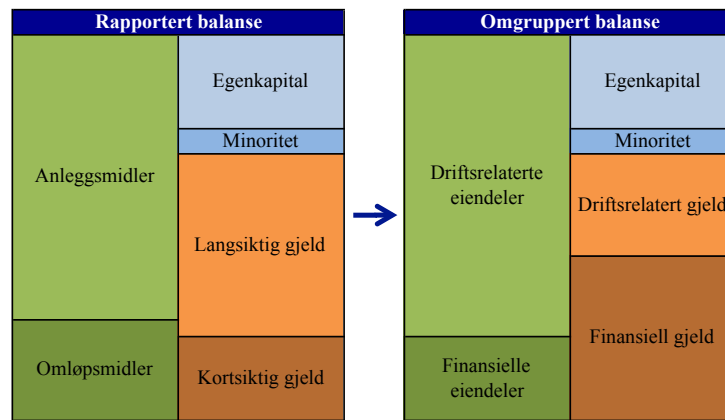
5. Normalisering av regnskapstall

For å analysere trender i historiske nøkkeltall og videre estimere fremtidig inntjening og verdi, er vi avhengige av å ha et godt bilde av de underliggende økonomiske forholdene i virksomheten. Det kan forekomme at de rapporterte tallene avviker fra de faktiske forholdene. Dette kalles målefeil, og kan eksempelvis være bruk av historisk kost fremfor virkelig verdi i balansen, samt forskjellig bruk av regnskapsprinsipper. Det kan også forekomme engangsposter i resultatregnskapet som ikke er representative for virksomhetens resultat. For at virksomheter skal være sammenlignbare i en historisk analyse er det derfor nødvendig at disse forholdene justeres ved at balansen omgrupperes og resultatregnskapet normaliseres. Vi har valgt å gjøre dette på konsernnivå både for NRS og de sammenlignbare virksomhetene, slik at sammenligningsgrunnlaget blir best mulig. Normaliseringen gjennomføres også på segmentnivå for NRS.

Analyseperioden defineres fra 2008 til 2015 på konsernnivå, slik at flere sykluser i bransjen dekkes. Segmentrapporteringen ble først tilgjengelig i 2009, og analyseperioden på segmentnivå defineres derfor fra 2009 til 2015. NRS startet å føre regnskapet etter IFRS i 2008, og vi unngår dermed i større grad målefeil relatert til en ulik regnskapsstandard før denne perioden. Årsrapporten for 2015 er ved verdsettelsestidspunktet ikke utgitt, og vi benytter derfor det rapporterte årsresultatet og balansen fra kvartalsrapporten for fjerde kvartal 2015. Denne rapporten er ikke revidert, og detaljnivået er noe mindre enn i årsrapportene. På de postene der det er nødvendig med et høyere detaljnivå benyttes det relative gjennomsnittet av de to siste årene som estimat. Vi finner derfor kvartalsrapporten tilstrekkelig for vårt analyseformål.

5.1 Omgruppering av balansen

Hovedgrupperingen i oppstillingsplanen til balansen deles i henhold til regnskapsloven og IAS inn i *kortsiktige og langsiktige eiendeler og gjeld*. Dette betyr at fokuset er på likviditeten til eiendelene og forfallstiden på gjelden, og vi kan derfor si at balansen er kreditororientert. Oppstillingen er relevant ved analyse av risiko, men mindre relevant for investorer. I vår valgte modell innen fundamental verdsettelse beregner vi først verdien av virksomheten, for så å trekke fra *netto finansiell gjeld*. Vi omgrupperer derfor balansen på følgende måte:



Figur 19: Rapportert og omgruppert balanse

Driftsrelaterte eiendeler og gjeld relaterer seg direkte til driften. *Finansielle eiendeler* er eiendeler som lar seg selge uten at driften påvirkes, og kan videre nedbetale *finansiell gjeld* (Kaldestad og Møller, 2015, s. 59).

Varige driftsmidler kategoriseres både som driftsrelaterte og finansielle eiendeler. Vi behandler *konsesjoner, eiendom, maskiner og anlegg, båter og flytende anlegg* som driftsrelaterte eiendeler. Det er ikke mulig å lese innholdet i posten *andre driftsmidler* ut ifra informasjonen gitt i notene, men vi antar at denne posten er driftsrelatert. *Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg* behandles som en finansielle eiendel. Opprinnelig kostpris er benyttet, da markedsverdi ikke foreligger. Innholdet i *andre langsiktige fordringer* er ikke spesifisert i notene, og vi velger å behandle posten som finansiell. De sju tilknyttede selskapene er settefiskprodusenter, oppdrettsvirksomheter og slakterivirksomheter. NRS har kun innflytelse og ikke vesentlig kontroll over disse selskapene, og vi velger derfor å behandle disse som finansielle eiendeler selv om de ikke er direkte driftsfremmede virksomheter.

Omløpsmidler er i hovedsak relatert til driften og derfor driftsrelaterte eiendeler. Virksomheten trenger en viss mengde kontanter for å dekke svingningene i arbeidskapitalen gjennom året, og vi benytter en tommelfingerregel som sier at driftsrelaterte kontanter tilsvarer 10 % av virksomhetens *varelager* og *kundefordringer*, og resterende vil være overskuddslikviditet som kan benyttes til å nedbetale finansiell gjeld (Penman, 2013, s. 295). *Kontantbeholdningen* for NRS er lavere enn 10 % av varelageret og kundefordringene ved årsslutt i perioden fra 2008 til 2015, og behandles derfor i sin helhet som driftsrelatert. *Andre kortsiktige fordringer* er i hovedsak driftsrelaterte, men inneholder også *virkelig verdi av derivater* som vi derimot kategoriserer som en finansiell eiendel. Derivater benyttes som et

sikringsinstrument, og gevinst eller tap er derfor tilfeldig over tid. Dette sier ikke noe om virksomhetens underliggende drift, og ved å kategorisere dette som en finansiell eiendel får vi dermed et bedre grunnlag for å sammenligne driften til NRS med de sammenlignbare virksomhetene.

Minoritetsinteresser oppstår når et selskap kontrollerer, men ikke fullt ut eier et datterselskap. Datterselskapets regnskap konsolideres da i konsernregnskapet. Uten videre justering vil hele verdien av datterselskapet inkluderes i morselskapets verdivurdering. Verdien av minoritetsandelen må derfor trekkes fra virksomhetsverdien. Det teoretisk korrekte er å benytte virkelig verdi, men posten er relativt liten og det benyttes derfor en praktisk metode der den bokførte verdien av minoritetsinteressen defineres som finansiell gjeld (Koller mfl., 2010, s. 290).

Fra *langsiktig gjeld* definerer vi *langsiktig rentebærende gjeld* og *pensjonsforpliktelser* som finansiell gjeld. I en verdsettelsessammenheng behandles derimot ikke *utsatt skatt* som finansiell gjeld. Utsatt skatt er differansen mellom regnskapsmessige og skattemessige verdier, og tilsvarer skatteforpliktelsen som oppstår dersom eiendelene selges til bokført verdi i dag. For virksomheter i vekst vil denne skatten ikke medføre kontantstrømsutbetalinger, og vi kategoriserer den derfor ikke som finansiell gjeld (Koller mfl., 2010, s. 148).

Kortsiktig gjeld kategoriseres som både driftsrelatert og finansiell gjeld. *Leverandørgjeld* og *betalbar skatt* behandles som driftsrelatert gjeld, og *kortsiktig rentebærende gjeld* som finansiell gjeld. *Annen kortsiktig gjeld* består blant annet av underpostene *rentebytteavtale*, *avsetning opsjonskostnader* og *urealiserte valutaterminkontrakter*. Disse behandles som finansiell gjeld, mens gjenværende underposter av annen kortsiktig gjeld behandles som driftsrelatert gjeld.

Omgrupperingen av balansen blir dermed som følger:

Tall i NOK 1000	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
FINANSIELLE EIENDELER OG GJELD								
Finansielle eiendeler								
Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg	8 601	9 121	34 053	3 385	3 335	1 395	1 895	2 143
Andre langsiktige fordringer	6 249	10 782	3 760	3 766	4 673	3 127	3 000	3 990
Andre kortsiktige fordringer	1 914	2 670	4 855	4 594	1 052	18 837	116 377	75 475
Investering i tilknyttet selskap	100 738	105 013	114 136	96 087	110 860	132 758	150 155	184 253
Lån til tilknyttet selskap	1 000	-	-	-	-	-	-	-
Sum finansielle eiendeler	118 502	127 586	156 804	107 832	119 920	156 117	271 427	265 861
Finansiell gjeld								
Minoritetsinteresser	29 515	34 732	41 862	37 229	40 984	54 357	64 781	72 730
Pensjonsforpliktelser	8 216	8 130	7 719	8 480	9 040	10 320	18 733	12 480
Langsiktig rentebærende gjeld	164 580	190 730	282 481	320 884	328 292	323 084	518 788	653 361
Kortsiktig rentebærende gjeld	108 399	179 582	148 259	217 054	247 637	184 530	182 089	46 519
Annen kortsiktig gjeld	6 024	-	3 000	2 315	4 258	13 473	39 944	34 710
Sum finansiell gjeld	316 734	413 174	483 321	585 962	630 211	585 764	824 335	819 800
NETTO FINANSIELLE EIENDELER	- 198 232	- 285 588	- 326 517	- 478 130	- 510 291	- 429 647	- 552 908	- 553 939

Tabell 16: Netto finansielle eiendeler

Omgrupperingen viser dermed at NRS har negative netto finansielle eiendeler (netto finansiell gjeld). Fullstendig omgruppering av balansen finnes i vedlegg 1. Tilsvarende omgruppering er gjort for de sammenlignbare virksomhetene i vedlegg 2.

5.2 Normalisering av historiske resultater

5.2.1 Konsernnivå

Vi ønsker å analysere det underliggende resultatet fra driften, og normaliserer derfor resultatregnskapet ved å fjerne *finans-* og *engangsposter* fra NRS og de sammenlignbare virksomhetene. Dette legger grunnlaget for en bedre sammenligning og analyse av de historiske resultatene, i tillegg til å gjøre prognosene mer presise (Koller mfl., 2010, s. 559). Fordi EBITDA er valgt som utgangspunkt for kontantstrømberegningene er det kun nødvendig med mindre justeringer (Kaldestad og Møller, 2015, s. 41).

Det er i driftsresultatet spesifisert *virkelig verdijustering av biomasse, tapsavsetning salgs- og innkjøpskontrakter* og *finansielle Fish Pool-kontrakter*. Biomassen regnskapsføres ved årets slutt til virkelig verdi basert på nåværende og estimert fremtidig laksepris, redusert for estimerte fremtidige salgs- og slaktekostnader. Fordi lakseprisen er meget volatil vil virkelig verdijustering variere betydelig som følge av forhold virksomheten ikke kan påvirke. Virkelig verdijusteringen har heller ingen informasjonsverdi om fremtidige priser eller inntjening. Dermed fjernes denne fra justert EBITDA ved at den grupperes som en engangspost. Dette er også praksisen blant analytikerne som følger virksomheten, samt NRS sin interne segmentrapportering (DNB, 2016, s. 3 og Norway Royal Salmon, 2015a, s. 74).

Det er ikke spesifisert hva som inngår i virkelig verdijustering av tapsavsetning salgs- og innkjøpskontrakter. Vi antar dette relaterer seg til enkeltstående hendelser der NRS har hatt tap på kontrakter tilknyttet virksomheter i Russland og Ukraina som gikk konkurs grunnet den pågående importrestriksjonen, og grupperer dette også som en engangspost. Videre grupperes virkelig verdijustering av finansielle Fish Pool-kontrakter som en finanspost.

Eiendeler og gjeld relatert til de tilknyttede selskapene ble i omgrupperingen av balansen definert som finansposter, og vi behandler derfor *resultatet fra investeringer i tilknyttede selskaper* som en finanspost.

Andre driftskostnader består av flere underposter. Noe tap på fordringer anses som normalt, men grunnet de enkeltstående hendelsene relatert til tap på kontrakter tilknyttet Russland og Ukraina i 2013, 2014 og 2015 justeres disse tre årene til et normalnivå som tilsvarer et historisk gjennomsnitt av driftsinntekter i perioden 2008 til 2012. Vi har også gruppert enkeltstående restruktureringskostnader relatert til børsnoteringen i 2011 og endringer i konsernledelsen i 2014 som engangsposter. Noe restruktureringskostnader vil være normalt, men dette tas videre hensyn til i utarbeidelsen av prognosene. Vi har også justert for engangsposter relatert til avviklingen av et slakteri i 2010 og en dom mot Nord Senja Laks i 2015. Rømming i 2013 og ekstraordinær dødelighet i 2012, 2014 og 2015 behandles imidlertid ikke som engangsposter. NRS og de sammenlignbare virksomhetene har høye årlige kostnader relatert til dette, og det kan derfor diskuteres hvorvidt dette er ekstraordinært eller ikke. Med bakgrunn i luse- og sykdomsproblematikken tidligere beskrevet, mener vi rømming og ekstraordinær dødelighet er forholdsvis normalt i oppdrettsbransjen. For å gi et bedre bilde av hvilke virksomheter som har utfordringer relatert til dette, justeres det derfor ikke for disse hendelsene. De ekstraordinære hendelsene for NRS vil likevel spesifiseres og kommenteres i den historiske analysen. Resterende underposter av andre driftskostnader grupperes som relatert til driften, og justeres derfor ikke.

I posten *lønnskostnader* har vi ikke identifisert engangsposter for NRS, men *rentekostnader fra årets pensjonsopptjening* grupperes som en finanspost.

Den endelige normaliseringen blir dermed som følger:

Tall i NOK 1000	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EBITDA	16 019	101 546	200 307	- 1 517	110 757	413 288	284 068	302 761
Virkelig verdjustering: Verdjustering biomasse	6 646	- 43 573	- 24 823	69 841	- 54 570	- 86 985	- 53 488	2 808
Virkelig verdjustering: Tapsavsetning salg-/innkjøpskontrakter	-	-	-	-	1 095	- 1 095	5 526	22 241
Virkelig verdjustering: Finansielle Fish Pool kontrakter	-	-	1 516	786	4 047	- 6 645	- 9 494	- 49 465
Resultat fra investering i tilknyttede selskaper	10 785	- 6 145	- 19 772	1 689	- 10 464	- 28 834	- 27 136	- 22 754
Andre driftskostnader: Tap på fordringer	-	-	-	-	-	4 806	7 911	8 183
Andre driftskostnader: Restruktureringskostnader	-	-	-	2 500	-	-	4 000	-
Andre driftskostnader: Enkelstående hendelser	-	-	1 618	-	-	-	-	6 330
Lønnskostnader: Rentekostnader årets pensjonsopptjening	355	247	296	306	105	291	105	236
EBITDA normalisert	33 805	52 075	156 110	73 605	50 970	294 826	211 492	270 340

Tabell 17: Normalisering av EBITDA

Fullstendig normalisert resultatregnskap finnes i vedlegg 3. Tilsvarende normalisering er gjort for de sammenlignbare virksomhetene i vedlegg 4.

5.2.2 Segmentnivå

Segmentrapporteringen samsvarer med rapporteringen NRS benytter til å vurdere egne prestasjoner og lønnsomhet, og er i regnskapet derfor normalisert for å vise resultatet fra den underliggende driften før ekstraordinære hendelser (Norway Royal Salmon, 2015a, s. 74). Dermed er dette en god rimelighetssjekk av vår normalisering på konsernnivå. EBITDA per segment vises før *virkelig verdjustering* og *resultat fra investering i tilknyttede selskaper*, og disse kostnadene inkluderes dermed ikke når EBITDA på segmentnivå avstemmes mot EBITDA på konsernnivå (*elimineringen*). De ulike kostnadene i elimineringen spesifiseres i notene som to kostnadsposter: *ikke allokerte enkeltstående hendelser* og *ikke allokerte kostnader (drift)*. Det tas videre utgangspunkt i normaliseringen av EBITDA på konsernnivå for å utdype innholdet i disse to kostnadspostene:

Tall i NOK 1000	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Justeringer i segmentresultatet							
Virkelig verdjustering	- 43 573	- 26 339	70 627	- 49 428	- 94 725	- 57 456	- 24 416
Resultat fra investering i tilknyttede selskaper	6 145	19 772	- 1 689	10 464	28 677	26 999	22 754
Avstemming EBITDA segment mot EBITDA konsern							
Segmenter: EBITDA	56 262	167 239	90 800	77 996	313 852	264 417	318 645
Andre driftskostnader: Tap på fordringer	-	-	-	-	4 806	7 911	8 183
Andre driftskostnader: Restruktureringskostnader	-	-	2 500	-	-	4 000	-
Andre driftskostnader: Dødelighet og rømming	-	-	-	9 919	2 219	31 911	25 000
Andre driftskostnader: Annet	-	1 618	-	-	-	-	6 330
Lønnskostnader: Rentekostnader årets pensjonsopptjening	- 247	- 296	306	105	291	105	236
Rest: Ikke allokerte kostnader (drift)	- 3 940	- 9 215	- 14 389	- 17 002	- 11 710	- 8 998	- 8 556
Sum eliminering (enkelstående hendelser)	- 4 187	- 11 129	- 17 195	- 27 026	- 19 026	- 52 925	- 48 305
Konsern: EBITDA normalisert	52 075	156 110	73 605	50 970	294 826	211 492	270 340

Tabell 18: Avstemming av EBITDA segment mot EBITDA konsern: Eliminering

Den fullstendige normalisering av segmentene finnes i vedlegg 5. Kostnadsposten *Rest: Ikke allokerte kostnader (drift)* utgjør differansen mellom NRS sin rapporterte eliminering og vår normalisering. Selv når ekstraordinær dødelighet og rømming inkluderes, har NRS i enda

større grad enn oss gruppert kostnader som enkeltstående hendelser. Den gjennomsnittlige differansen utgjør 10,5 MNOK årlig, hvilket tilsier et årlig gjennomsnittlig avvik på 0,5 % av driftsinntektene. NRS har naturlig nok mer informasjon enn det som fremgår av notene i regnskapet, og har dermed et bedre utgangspunkt for å skille ut enkeltstående hendelser. For å ha et likt sammenligningsgrunnlag med de sammenlignbare virksomhetene i den kvantitative analysen i neste kapittel, velger vi likevel å opprettholde den estimerte normaliseringen på konsernnivå. Deler av den fremtidige prognosen estimeres imidlertid på segmentnivå, og den historiske elimineringen vil da være et godt estimat for fremtidig eliminering. Vi benytter dermed den historiske elimineringen som estimat for ekstraordinære hendelser.

6. Kontantstrømorientert historisk analyse og prognose

Vi har til nå gjennomført en kvalitativ strategisk analyse, samt omgruppert og normalisert regnskapet for analyseformål. Funnene fra den kvalitative strategiske analysen ble oppsummert i SWOT-analysen i delkapittel 4.3 (tabell 15). Vi vil i dette kapitlet dele hvert delkapittel i to deler: (1) en kvantitativ historisk analyse av de konstantstrømorienterte historiske nøkkeltallene til NRS, og (2) en analyse av den fremtidige utviklingen til ulike nøkkeltall.

I den første delen av delkapitlet vil de historiske nøkkeltallene sammenlignes med de justerte nøkkeltallene til de sammenlignbare virksomhetene. Analysen brytes ned på de ulike segmentene til NRS der data for dette foreligger. For å estimere et gjennomsnitt av de sammenlignbare virksomhetene fjernes virksomheters enkelte år fra gjennomsnittsberegningen dersom disse avviker vesentlig fra de andre sammenlignbare virksomhetene. Dette kan eksempelvis være som følge av ekstraordinære omstillinger, slik som Cermaq i 2013 og Grieg Seafood i 2015. Den EBITDA-baserte verdsettelsesmodellen benyttet i denne masterutredningen bygger i hovedsak på kontantstrørestimater basert på fremtidige *driftsinntekter*, *driftskostnader*, *investeringer* og *arbeidskapital*, og det er derfor naturlig at det fokuseres på disse nøkkeltallene i analysen. Vi vil i kapittel 7 fokusere på andre historiske nøkkeltall som er knyttet opp mot kredittrisikoen, og disse benyttes videre til å estimere deler av avkastningskravet i kapittel 8.

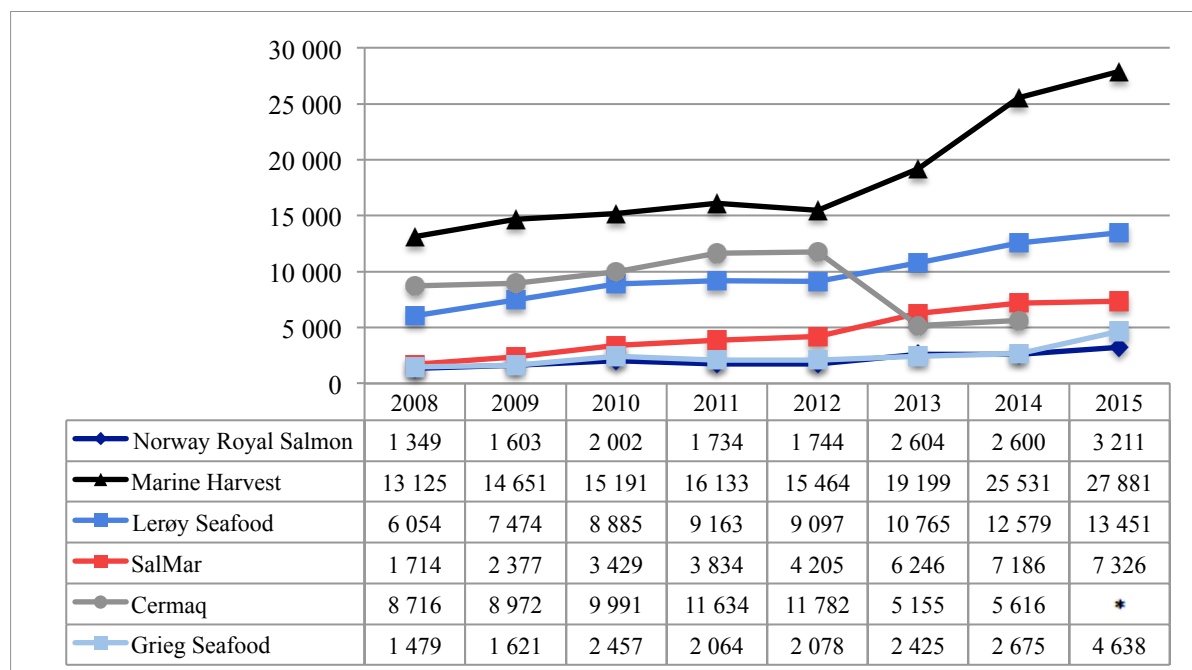
I den andre delen av hvert delkapittel analyseres den fremtidige utviklingen til ulike nøkkeltall. Koller mfl. (2010, s. 188) anbefaler en eksplisitt prognoseperiode på minimum 10-15 år for sykliske virksomheter. Det anbefales herunder en detaljert prognoseperiode de første 5-7 årene, og deretter en forenklet prognoseperiode frem til terminalverdien estimeres. Vi velger derfor å benytte en detaljert prognoseperiode fra 2016 til 2023 (*kort sikt*) der det lages detaljerte prognoser for hvert segment, og en forenklet prognoseperiode fra 2024 til 2028 (*mellomlang sikt*) der det fokuseres på inntektsvekst og EBITDA-margin. Terminalverdien beregnes i år 2029 (*lang sikt*). Det er stor usikkerhet relatert til disse prognosene, og vi vil derfor definere prognosene av de ulike nøkkeltallene som et intervall fremfor ett enkelt punkt estimat. Intervallene baserer seg på tre punkt estimater: *nøytralt*, *optimistisk* og *pessimistisk*. Hensikten med denne metoden er å synliggjøre intervallenes størrelse, og vil danne grunnlaget for scenarioanalysen i kapittel 9. Her settes nøkkeltallene sammen for å estimere sannsynlighetsvektede fremtidige kontantstrømmer. Det er først da

den eventuelle korrelasjonen mellom nøkkeltallene tas hensyn til. Disse scenarioene vil videre i den fundamentale verdsettelsen i delkapittel 10.1 diskonteres med et estimert avkastningskrav og justeres for netto finansiell gjeld, fremførbart underskudd og rabatter og premier, og vi får dermed et verdiestimat per aksje. Intervallene som defineres vil også være sentrale i analysen av usikkerheten i delkapittel 10.2, hvor det gjennomføres en kvantitativ simulerings- og sensitivitetsanalyse.

6.1 Driftsinntekter

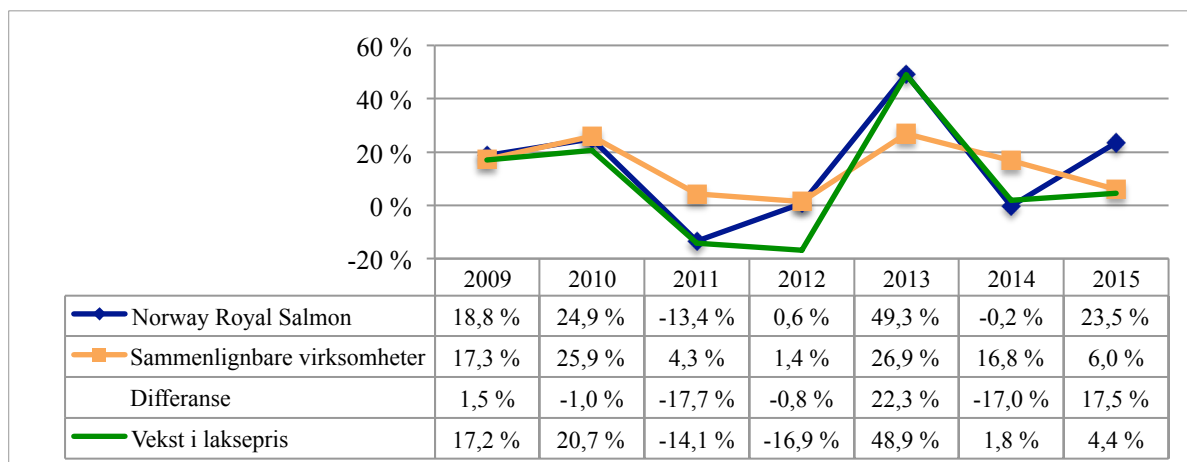
6.1.1 Historisk analyse av driftsinntekter

Driftsinntekten er driveren i våre prognoser, og for å utarbeide en mest mulig presis prognose er det viktig å forstå bakgrunnen for den historiske utviklingen. Figur 20 og 21 viser henholdsvis inntektsutviklingen og inntektsveksten for NRS og de sammenlignbare virksomhetene, og figur 22 og figur 23 viser henholdsvis utviklingen i slaktet volum og den årlige veksten i slaktet volum:

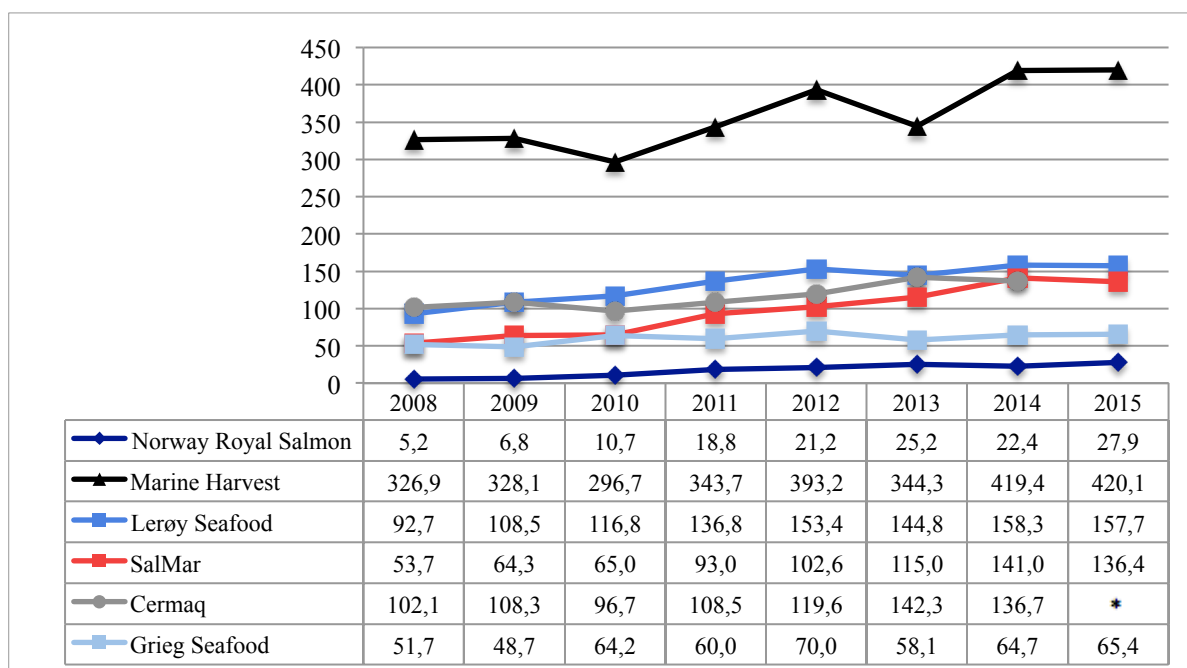


* Regnskapstall for 2015 er ikke tilgjengelig for Cermaq som følge av at virksomheten ble tatt av børs i 2014

Figur 20: Inntektsutvikling (MNOK)

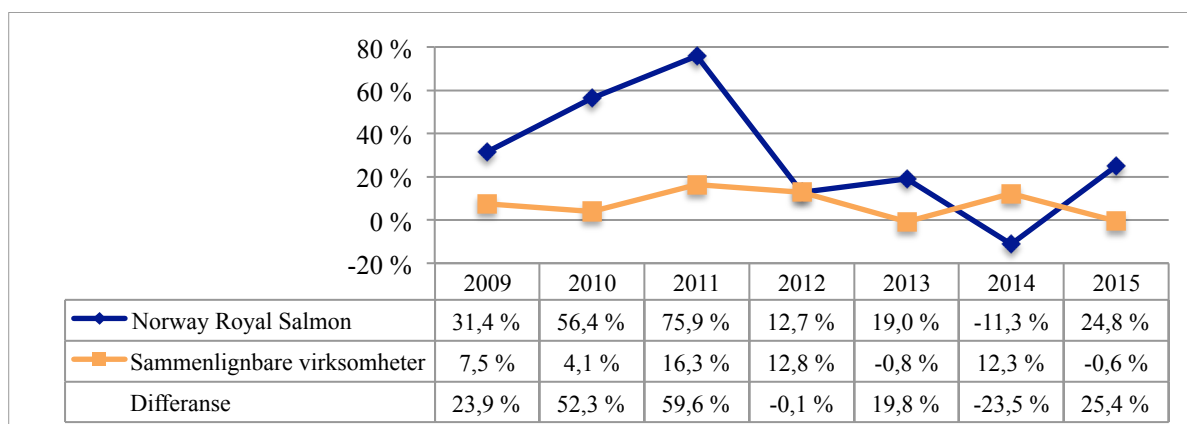


Figur 21: Vekst i driftsinntekter og laksepris



* Regnskapstall for 2015 er ikke tilgjengelig for Cermaq som følge av at virksomheten ble tatt av børs i 2014

Figur 22: Utvikling slaktet volum (tusen tonn)



Figur 23: Årlig vekst slaktet volum

Syklikaliteten til NRS og de sammenlignbare virksomhetene fremgår tydelig av figur 21 og 23. Driftsinntekten er drevet av laksepris og omsatt volum, og vi estimerer korrelasjonskoeffisienten mellom veksten i driftsinntektene og lakseprisen til hele 0,9. Lakseprisen er igjen en funksjon av tilbud og etterspørsel, og vi har i delkapittel 2.1.3 sett at den globale etterspørselen de siste årene har vokst mer enn tilbudet. Det har vært en kraftig økning i etterspørselen, mens laksesykdommer og konsesjoner har satt begrensninger på tilbudet. Dette har igjen ført til periodevise skyhøye laksepriser. Kombinert med en gjennomsnittlig økning i årlig slaktet volum for NRS og de sammenlignbare virksomhetene på henholdsvis 29,9 % og 7,4 %, har dette ført til en høy inntektsvekst. NRS og de sammenlignbare virksomhetene har i den analyserte perioden hatt en høy gjennomsnittlig årlig vekst i driftsinntekter på henholdsvis 14,8 % og 14,1 %. Veksten i 2009 og 2010 kom primært som følge av en betydelig volumøkning og økning i lakseprisen (Norway Royal Salmon, 2011, s. 26). Reduksjonen i vekst i 2011 og 2012 skyldtes i hovedsak at Chile tok igjen tapte markedsandeler som følge av tidligere problemer med laksesykdommer, hvilket førte til et betydelig fall i laksepriser som følge av en høy global tilbudsvekst (Norway Royal Salmon, 2013, s. 14). Dette påvirket inntektsveksten til NRS og de sammenlignbare virksomhetene negativt. Ytterligere reduksjon i lakseprisen fra 2011 til 2012 førte derimot til en høyere global etterspørsel, som igjen kompenserte for den enda lavere lakseprisen i 2012 (Norway Royal Salmon, 2013, s. 15). Den lave tilbudsveksten kombinert med høy etterspørselsvekst i 2013 førte videre til en solid økning i lakseprisen, og dermed også inntektene (Norway Royal Salmon, 2014, s. 20). De høye prisene som fulgte av lav tilbudsvekst og høy etterspørselsvekst fortsatte i 2014, til tross for Russlands importrestriksjoner fra august (Norway Royal Salmon, 2015a, s. 21). NRS hadde i 2014 en reduksjon i vekst i driftsinntekter, men dette skyldtes i hovedsak nedgang i slaktet volum som følge av oppbygning av biomassen, ekstraordinær dødelighet og en uventet lav tilvekst (Norway Royal Salmon, 2015a, s. 23). NRS hadde videre i 2015 en betydelig økning i etterspørselen fra Vest-Europa, Asia og USA, og dermed en solid økning i driftsinntekter som følge av høyere solgt volum kombinert med høye laksepriser. Den sterke prisveksten i 2015 var i hovedsak drevet av en svakere norsk krone mot de fleste av NRS sine handelspartnere, men også i EUR økte prisene på norsk laks i forhold til 2014 (Norway Royal Salmon, 2016b, s. 7).

For å gi en bedre forståelse av hvordan NRS historisk har generert sine driftsinntekter, analyseres de ulike segmentene i detalj:

Driftsinntekter og volum fordelt på segmenter	Snitt	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Laksepris		30,9	37,3	32,0	26,6	39,6	40,3	42,1
Region Nord								
Volum produsert	14 108	4 495	6 000	12 871	13 944	20 491	17 987	22 971
Vekst i volum	36,5 %		33,5 %	114,5 %	8,3 %	47,0 %	-12,2 %	27,7 %
Beregnet segmentinntekt		138 761	223 560	411 743	370 632	811 239	724 876	966 849
Rapportert segmentinntekt		124 766	209 524	348 409	347 954	759 645	683 091	892 600
Vekst i rapportert segmentinntekt	45,5 %		67,9 %	66,3 %	-0,1 %	118,3 %	-10,1 %	30,7 %
Andel totale driftsinntekter	20,5 %	7,9 %	10,5 %	20,7 %	20,0 %	29,5 %	26,5 %	28,1 %
Differanse beregnet og rapportert segmentinntekt		- 13 995	- 14 036	- 63 334	- 22 678	- 51 594	- 41 785	- 74 249
Differanse %	-9,1 %	-11,2 %	-6,7 %	-18,2 %	-6,5 %	-6,8 %	-6,1 %	-8,3 %
Region Sør								
Volum produsert	4 877	2 333	4 677	5 910	7 218	4 700	4 369	4 932
Vekst i volum	20,0 %		100,5 %	26,4 %	22,1 %	-34,9 %	-7,0 %	12,9 %
Beregnet segmentinntekt		72 020	174 265	189 061	191 854	186 073	176 071	207 588
Rapportert segmentinntekt		69 657	167 264	152 375	189 293	179 841	163 068	193 785
Vekst i rapportert segmentinntekt	26,7 %		140,1 %	-8,9 %	24,2 %	-5,0 %	-9,3 %	18,8 %
Andel totale driftsinntekter	7,4 %	4,4 %	8,4 %	9,0 %	10,9 %	7,0 %	6,3 %	6,1 %
Differanse beregnet og rapportert segmentinntekt		- 2 363	- 7 001	- 36 686	- 2 561	- 6 232	- 13 003	- 13 803
Differanse %	-7,4 %	-3,4 %	-4,2 %	-24,1 %	-1,4 %	-3,5 %	-8,0 %	-7,1 %
Salgsvirksomhet								
Volum solgt (ekskl. Region Nord og Sør)	37 601	40 372	38 907	31 647	36 511	36 950	36 754	42 068
Vekst i volum	1,4 %		-3,6 %	-18,7 %	15,4 %	1,2 %	-0,5 %	14,5 %
Beregnet segmentinntekt ekskl. Region Nord og Sør		1 246 284	1 449 675	1 012 388	970 462	1 462 851	1 481 186	1 770 642
Rapportert segmentinntekt ekskl. Region Nord og Sør		1 392 570	1 614 050	1 184 793	1 199 680	1 639 573	1 731 580	2 084 897
Vekst i rapportert segmentinntekt	8,9 %		15,9 %	-26,6 %	1,3 %	36,7 %	5,6 %	20,4 %
Andel totale driftsinntekter	72,1 %	87,7 %	81,1 %	70,3 %	69,1 %	63,6 %	67,2 %	65,7 %
Differanse beregnet og rapportert segmentinntekt		146 286	164 375	172 405	229 218	176 723	250 394	314 255
Differanse %	13,5 %	10,5 %	10,2 %	14,6 %	19,1 %	10,8 %	14,5 %	15,1 %
Konsern								
Rapportert driftsinntekt konsern		1 602 502	2 002 085	1 734 022	1 744 266	2 603 712	2 599 799	3 210 548
Sum differanse segmentinntekter		129 929	143 338	72 385	203 979	118 897	195 606	226 203
Vektet gjennomsnittlig differanse konsern	7,2 %	8,1 %	7,2 %	4,2 %	11,7 %	4,6 %	7,5 %	7,0 %

Tabell 19: Driftsinntekter og volum for NRS fordelt på segmenter

Tabellen viser at salgsvirksomhetens andel av totale driftsinntekter har blitt redusert fra 87,7 % i 2009 til 65,7 % i 2015. Dette stemmer godt overens med virksomhetens satsing på oppdrettsvirksomhet fremfor ren salgsvirksomhet. Salgsvirksomheten har i den analyserte perioden hatt en lav gjennomsnittlig årlig volumvekst på 1,4 %, og årlig gjennomsnittlig solgt volum har dermed ligget stabilt rundt gjennomsnittet på 37 601 tonn. Oppdrettsvirksomheten i Region Nord og Region Sør har imidlertid hatt en gjennomsnittlig årlig volumvekst på henholdsvis 36,5 % og 20,0 %. Det er dermed oppdrettsvirksomheten i Region Nord som står for den største delen av den samlede årlige veksten i slaktet volum for konsernet på 29,9 %. Videre har Region Nord, Region Sør og salgsvirksomheten hatt en gjennomsnittlig årlig inntektsvekst på henholdsvis 45,5 %, 26,7 % og 8,9 %. Vi ser dermed at det er oppdrettsvirksomheten som står for den største delen av den samlede årlige inntektsveksten for konsernet på 14,8 %.

Videre har vi basert på *laksepris* og rapportert *produsert volum* og *solgt volum*, beregnet segmentinntekten de ulike årene. Denne sammenlignes deretter mot NRS sin rapporterte segmentinntekt. Vi finner at beregnet driftsinntekt i gjennomsnitt er 7,2 % lavere enn rapportert driftsinntekt. Oppdrettsvirksomheten i Region Nord og Sør har gjennomgående lavere rapportert driftsinntekt enn beregnet, og salgsvirksomheten har gjennomgående høyere driftsinntekt rapportert enn beregnet. Det ble i delkapittel 2.1.3 vist at *spotprisen* for laks varierer mye innenfor ett år, og det vil således oppstå forskjeller i beregnet driftsinntekt. Svinn etter at laksen er produsert kan også påvirke driftsinntekten i oppdrettsvirksomheten negativt. Deler av fiskemassen blir dermed ikke solgt, og genererer heller ikke driftsinntekter. En annen årsak kan være at deler av kvantumet prissikres, og det oppnås dermed en annen pris enn den gjeldende spotprisen.

Oppsummering driftsinntekter

Oppsummert ser vi dermed at det historisk har vært store svingninger i inntektsveksten, og dette skyldes i hovedsak store variasjoner på tilbudssiden. NRS og de sammenlignbare virksomhetene har likevel hatt en gjennomsnittlig årlig vekst i driftsinntekter på henholdsvis 14,8 % og 14,1 % grunnet en høy etterspørsel. For NRS er det oppdrettsvirksomheten som har stått for majoriteten av veksten, med en gjennomsnittlig årlig inntektsvekst for oppdrettsvirksomheten i Region Nord, Region Sør og salgsvirksomheten på henholdsvis 45,5 %, 26,7 % og 8,9 %. Vi har videre vist at driverne i driftsinntektene er laksepris og volum, og disse faktorene er dermed et godt estimat for beregning av fremtidige driftsinntekter.

6.1.2 Fremtidig prognose av driftsinntekter

På kort sikt (2016-2023) estimerer vi driftsinntekter som en funksjon av laksepris og volum. Med bakgrunn i bransjens volatilitet vil vi på mellomlang (2024-2028) og lang sikt (2029) forenkle denne prognosen med kun å se på den generelle veksten i driftsinntekter. Fordi de underliggende driverne for vekst er laksepris og volum, kan en generell vekst i driftsinntekter dermed implisitt bety nye konsesjoner og tilhørende investeringer, forutsatt at lakseprisen er stabil.

2016-2023: Kort sikt

Volum

Nøytralt anslag

NRS (2016b, s. 5-6) oppgir estimert slaktevolum i 2016 for Region Nord og Sør til henholdsvis 21 400 tonn og 6 000 tonn, og vi benytter dermed dette anslaget for 2016. Satsingen på steril laks og den tilhørende tildelingen av de grønne konsesjonene i 2014 ble beskrevet i SVIMA-analysen, og vi kategoriserte dette som en styrke i SWOT-analysen. Med bakgrunn i tildelingen legger vi til grunn en volumøkning innen oppdrettsvirksomheten allerede i 2017, og en full produksjon fra 2018 (Norway Royal Salmon, 2016b, s. 8). Dette medfører at NRS vil oppleve den største organiske veksten av de norske oppdrettsvirksomhetene (DNB, 2016, s. 2). Konsesjonssystemet vil fortsatt sette begrensninger på volumet, men vi legger til grunn at Regjeringens uttalte satsing på oppdrettsbransjen gir utslag i en 5 % årlig vekst fra 2020. Hvorvidt NRS i fremtiden vil få tildelt flere konsesjoner utelukkende på bakgrunn av satsingen på steril laks er usikkert. Et av argumentene bak tildelingen av de grønne konsesjonene var størrelsen til NRS, og dette argumentet vil naturlig nok avta etter hvert som NRS vokser.

I SWOT-analysen ble teknologiutvikling kategorisert som en mulighet for videre vekst. Det ble i delkapittel 2.2.3 beskrevet at NRS har søkt om 15 nye utviklingskonsesjoner i et samarbeidsprosjekt med Aker. Utviklingskonsesjonene omfatter totalt 12 000 tonn, hvorav NRS sin andel utgjør 6 000 tonn (Norway Royal Salmon, 2016c). Det nøytrale anslaget legger til grunn at Fiskeridirektoratet innvilger denne søknaden, og vi vil dermed se en volumøkning som følge av dette prosjektet i 2020.

Innen salgsvirksomheten har vi frem til 2014 sett at historisk salgsvolum av eksternt oppdrettet laks har ligget stabilt rundt 37 000 tonn. Vi så derimot en økning til 42 000 tonn i 2015, og legger til grunn at volumet stabiliseres til 40 000 tonn på kort sikt.

Optimistisk anslag

I vårt optimistiske anslag legges det nøytrale anslaget til grunn, i tillegg til at også endrede reguleringer medfører økt volum for oppdrettsvirksomheten. Vi beskrev i PESTEL-analysen den politiske enigheten om fremtidig vekst i oppdrettsbransjen, men at dette imidlertid må skje innen rammene av miljømessig og forutsigbar bærekraft. Vi har i SVIMA-analysen sett at de gunstige miljø- og temperaturforholdene i Nord-Norge gjør denne lokaliseringen til en ressurs. I vårt optimistiske anslag vil oppdrettsvirksomheten i Region Nord i 2016 oppfylle

de strenge biologiske betingelsene Regjeringen kommuniserte for videre vekst i juni 2015, og dermed oppnå en 5 % vekst i volum fra 2019 (Norway Royal Salmon, 2015d, s. 9). Utover dette legger vi til grunn at *trafikklysordningen* innføres i 2017. Denne ordningen medfører en vekst på 6 % hvert andre år, hvilket tilsier en ytterligere volumøkning fra 2020.

Innen salgsvirksomheten antar vi en videre vekst i kjedevirksomheten i 2016, og anslår at salg av eksternt oppdrettet laks vil utgjøre 44 000 tonn per år på kort sikt.

Pessimistisk anslag

Sykdomsproblematikk og rømming ble i delkapittel 2.1.5 identifisert som miljøutfordringer for bransjen, og manglende erfaring med storskalaproduksjon av steril laks ble identifisert i delkapittel 2.2.3 og SVIMA-analysen. Disse forholdene ble videre kategorisert som henholdsvis trusler og svakheter i SWOT-analysen. I vårt pessimistiske anslag legges det til grunn at dette påvirker produksjonen negativt på kort sikt. Videre legger vi til grunn at NRS på kort sikt i mindre grad får tildelt flere konsesjoner, hvilket setter en ytterligere begrensning på volumveksten. Det legges også til grunn at NRS sitt datterselskap, Nord Senja Laks AS, taper den pågående rettssaken beskrevet i delkapittel 2.2.4, der påtalemyndighetene har lagt ned påstand om rettighetstap for inntil to grønne konsesjoner. Nord Senja Laks AS ble i tingretten kun idømt en bot, men Økokrim anket i november 2015 avgjørelsen vedrørende botens størrelse og avgjørelsen om å ikke idømme rettighetstap (Norway Royal Salmon, 2015d, s. 7).

For salgsvirksomheten antar vi at salg av eksternt oppdrettet laks får en nedgang fra nivået på 42 000 tonn i 2015, og stabiliserer seg rundt det historiske nivået på 37 000 tonn. Små aktører er mål for oppkjøp av større virksomheter med egen salgsvirksomhet, og oppkjøp kan derfor bidra til at færre virksomheter benytter seg av salgsvirksomheten til NRS.

Valgt volum

Vi estimerer dermed følgende intervall for fremtidig volum:

Volum	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Region Nord	22 971								
Pessimistisk		20 000	31 000	36 000	36 000	36 000	36 000	36 000	36 000
Vekst		-12,9 %	55,0 %	16,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Nøytralt		21 400	33 000	39 000	39 000	46 950	49 298	51 762	54 350
Vekst		-6,8 %	54,2 %	18,2 %	0,0 %	20,4 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
Optimistisk		22 000	37 000	39 000	40 950	49 767	52 255	58 003	60 904
Vekst		-4,2 %	68,2 %	5,4 %	5,0 %	21,5 %	5,0 %	11,0 %	5,0 %
Region Sør	4 932								
Pessimistisk		5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000
Vekst		1,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Nøytralt		6 000	6 000	6 000	6 000	6 000	6 300	6 615	6 946
Vekst		21,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
Optimistisk		6 000	6 000	6 000	6 000	6 000	6 300	6 615	6 946
Vekst		21,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
Salgsvirksomhet	42 068								
Pessimistisk		37 000	37 000	37 000	37 000	37 000	37 000	37 000	37 000
Vekst		-12,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Nøytralt		40 000	40 000	40 000	40 000	40 000	40 000	40 000	40 000
Vekst		-4,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Optimistisk		44 000	44 000	44 000	44 000	44 000	44 000	44 000	44 000
Vekst		4,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Solgt volum konsern	69 971								
Pessimistisk		62 000	73 000	78 000	78 000	78 000	78 000	78 000	78 000
Vekst		-11,4 %	17,7 %	6,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Nøytralt		67 400	79 000	85 000	85 000	92 950	95 598	98 377	101 296
Vekst		-3,7 %	17,2 %	7,6 %	0,0 %	9,4 %	2,8 %	2,9 %	3,0 %
Optimistisk		72 000	87 000	89 000	90 950	99 767	102 555	108 618	111 849
Vekst		2,9 %	20,8 %	2,3 %	2,2 %	9,7 %	2,8 %	5,9 %	3,0 %

Tabell 20: Intervall for fremtidig volum på kort sikt (tonn)

Laksepris

Nøytralt anslag

Vi har i delkapittel 2.1.3 og PESTEL-analysen sett at prisdannelsen i oppdrettsbransjen baserer seg på forholdet mellom tilbud og etterspørsel, samt valutautvikling. Det ble videre vist at forwardprisen for laks blir dannet av handelen av forwardkontrakter hos Fish Pool, og utgjør dermed markedets forventninger om fremtidig laksepris. Fish Pool gir verken ut markedssyn eller anbefalinger, og forwardprisene er derfor rene faktaopplysninger. Det ble også vist at oppdrettsvirksomheter benytter eksternt noterte forwardpriser for å beregne virkelig verdi av biologiske eiendeler, noe som også taler for å benytte forwardpriser som et fremtidig estimat. Selv om vi i figur 4 i delkapittel 2.1.3 viste at forwardprisen historisk avviker betydelig fra oppnådd spotpris, er dette det beste tilgjengelige estimatet for fremtidig laksepris. Dermed benyttes forwardpriser fra Fish Pool på verdsettelsestidspunktet 11.04.2016 i vårt nøytrale anslag på laksepris. Det foreligger ikke data på forwardpris i 2022 og 2023, og vi tar derfor utgangspunkt i forwardprisen for 2021 og justerer denne skjønnsmessig med en forventet årlig prisvekst på 1,5 %. Dette er imidlertid en sterk forenkling som følge av at det ikke finnes data på laksepriser så langt frem i tid.

I de høye forwardprisene legger markedet til grunn begrensninger i det globale tilbudet av laks. De nåværende biologiske utfordringene i Chile ble beskrevet i delkapittel 2.1.4, men PESTEL-analysen viste imidlertid at disse utfordringene også er gjeldende i Norge. Tilbudet begrenses også av konsesjonssystemet, hvor delkapittel 2.1.6 viste at Norge har nådd maksimalt tillatt biomasse. Kontali Analyse forventer en reduksjon av det norske tilbudet av laks på 4 % i 2016, og produksjonsnivået vil da være tilbake på tilsvarende nivå som i 2012 (Lerøy, 2016a, s. 9 og Lerøy, 2016b, s. 31). Nedgangen fra Chile forventes å bli 7 %, men oppveies av en forventet økning fra mindre produsentnasjoner (Norway Royal Salmon, 2016b, s. 8). Det globale tilbudet forventes dermed å bli redusert med 3 % i 2016 (Lerøy, 2016a, s. 9). For 2017 forventes det en svak vekst fra 2016. Videre på kort sikt antas det en svak global tilbudsvekst (Norway Royal Salmon, 2016b, s. 8).

På etterspørselssiden forventer markedet at den oppadgående trenden fortsetter (Norway Royal Salmon, 2016b, s. 8). PESTEL-analysen gjorde rede for at det i fremtiden vil være et større matbehov, samt at det i dag eksisterer en sunnhets- og sushitrend. Dette vil påvirke etterspørselen positivt.

Videre har vi i PESTEL-analysen identifisert at valutakursutviklingen påvirker lakseprisen, og når kronen svekker seg mot de respektive handelsvalutaene kan dette føre til noe høyere laksepriser målt i NOK. Basert på Norges Banks (2016a, s. 22-29) pengepolitiske rapport 1/16, legger vi i det nøytrale anslaget til grunn at den svake kronen holdes uendret på kort sikt.

Optimistisk anslag

Selv om vi mener forwardprisen er det beste estimatet på fremtidig laksepris, har vi vist at det er en betydelig usikkerhet relatert til denne. Ved å anta andre fremtidige priser enn forwardprisene har vi et annet syn enn markedet på utviklingen av tilbudet, etterspørselen eller valutakursen, eller kombinasjoner av disse. I det optimistiske anslaget legger vi til grunn at globale biologiske utfordringer, fortrinnsvis i regioner hvor NRS ikke er representert, reduserer det globale tilbudet. Dette vil på kort sikt, alt annet like, medføre en høyere laksepris.

Videre legges det til grunn at etterspørselen holdes på tilsvarende nivå som i det nøytrale anslaget, selv om lakseprisen holder et høyt nivå. Generelt vil etterspørselen være avtagende

når prisen er høy, men vi har i 2015 og 2016 sett at etterspørselen fortsatt er høy til tross for historisk høye laksepriser.

Vi legger til grunn tilsvarende valutakursutvikling som i det nøytrale anslaget.

Pessimistisk anslag

Selv om lakseprisen har holdt et høyt nivå siden 2013, ble det i delkapittel 2.1.3 vist at dette nivået mest trolig ikke vil vedvare over lengre tid. Delkapittel 2.1.4 gjorde rede for muligheten for økt global konkurranse, og dette ble videre kategorisert som en trussel i SWOT-analysen. Bedring av biologiske forhold og tildeling av flere konsesjoner kan medføre en stor økning i tilbudet, som igjen presser lakseprisen ned.

På etterspørselssiden har vi i PESTEL-analysen gjort rede for tidligere og pågående handelskonflikter, samt nødvendigheten av en forbedring av EØS-avtalen vedrørende toll på fisk. Dette ble videre kategorisert som trusler i SWOT-analysen. Det kan også tenkes at dagens sterke etterspørsel avtar på sikt. Alle disse forholdene kan påvirke etterspørselen negativt, og dermed redusere prisen.

Det legges også til grunn at kronen styrkes. Dette kan eksempelvis forekomme dersom veksten i oljenæringen tar seg opp igjen, eller dersom rentenivået i Norge avviker fra andre land (Dørum, 2016, s. 4).

Valgt laksepris

Vi estimerer dermed følgende intervall for lakseprisen:

Laksepris	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Konsern	42,1								
Pessimistisk		49,9	47,0	40,0	34,0	34,0	34,0	34,5	35,0
Vekst		18,7 %	-5,9 %	-14,9 %	-15,0 %	0,0 %	0,0 %	1,5 %	1,5 %
Nøytralt		54,9	52,0	45,0	39,0	39,0	39,0	39,6	40,2
Vekst		30,5 %	-5,4 %	-13,5 %	-13,3 %	0,0 %	0,0 %	1,5 %	1,5 %
Optimistisk		59,9	57,0	50,0	44,0	44,0	44,0	44,7	45,3
Vekst		42,4 %	-4,9 %	-12,3 %	-12,0 %	0,0 %	0,0 %	1,5 %	1,5 %

Tabell 21: Intervall for fremtidige laksepriser på kort sikt

Intervall for fremtidige driftsinntekter

Basert på estimert fremtidig volum og laksepris får vi følgende intervall for fremtidige driftsinntekter og vekst på kort sikt:

Beregnet driftsinntekt	Justering	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Region Nord		892 600								
Pessimistisk	-9,1 %		915 324	1 335 230	1 319 651	1 121 703	1 121 703	1 121 703	1 138 529	1 155 607
Nøytralt	-9,1 %		1 077 455	1 572 584	1 608 324	1 393 881	1 678 018	1 761 919	1 877 766	2 001 229
Optimistisk	-9,1 %		1 208 470	1 932 739	1 787 027	1 651 213	2 006 738	2 107 075	2 373 936	2 530 022
Region Sør		193 785								
Pessimistisk	-7,4 %		232 567	218 876	186 277	158 336	158 336	158 336	160 711	163 121
Nøytralt	-7,4 %		307 022	290 592	251 474	217 944	217 944	228 841	243 888	259 923
Optimistisk	-7,4 %		334 963	318 534	279 416	245 886	245 886	258 180	275 155	293 247
Konsern (salgsvirksomhet)		3 210 548								
Pessimistisk	13,5 %		3 284 614	3 565 038	3 217 359	2 734 755	2 734 755	2 734 755	2 775 777	2 817 413
Vekst			2,3 %	8,5 %	-9,8 %	-15,0 %	0,0 %	0,0 %	1,5 %	1,5 %
Nøytralt	13,5 %		3 925 721	4 268 431	3 941 269	3 415 767	3 699 904	3 794 702	3 952 654	4 119 617
Vekst			22,3 %	8,7 %	-7,7 %	-13,3 %	8,3 %	2,6 %	4,2 %	4,2 %
Optimistisk	13,5 %		4 593 205	5 151 455	4 610 462	4 135 836	4 491 361	4 603 992	4 921 410	5 129 672
Vekst			43,1 %	12,2 %	-10,5 %	-10,3 %	8,6 %	2,5 %	6,9 %	4,2 %
Konsern		3 210 548								
Pessimistisk			3 284 614	3 565 038	3 217 359	2 734 755	2 734 755	2 734 755	2 775 777	2 817 413
Vekst			2,3 %	8,5 %	-9,8 %	-15,0 %	0,0 %	0,0 %	1,5 %	1,5 %
Nøytralt			3 925 721	4 268 431	3 941 269	3 415 767	3 699 904	3 794 702	3 952 654	4 119 617
Vekst			22,3 %	8,7 %	-7,7 %	-13,3 %	8,3 %	2,6 %	4,2 %	4,2 %
Optimistisk			4 593 205	5 151 455	4 610 462	4 135 836	4 491 361	4 603 992	4 921 410	5 129 672
Vekst			43,1 %	12,2 %	-10,5 %	-10,3 %	8,6 %	2,5 %	6,9 %	4,2 %

Tabell 22: Intervall for fremtidige driftsinntekter og vekst på kort sikt

Forrige delkapittel viste at historisk beregnet driftsinntekt basert på volum og laksepris gjennomgående var lavere enn den rapporterte driftsinntekten. Vi har derfor valgt å justere den fremtidige driftsinntekten tilsvarende. Prosentatsen står definert i kolonnen *Justering*.

I det nøytrale, optimistiske og pessimistiske anslaget får vi dermed på kort sikt en gjennomsnittlig årlig vekst i driftsinntekter på henholdsvis 3,7 %, 7,1 % og -1,4 %. Til sammenligning var den gjennomsnittlige historiske veksten i perioden 2008 til 2015 på 14,8 %. Den estimerte fremtidige inntektsveksten er dermed betydelig lavere enn den historiske. Dette er likevel naturlig fordi NRS utnytter hele produksjonskapasiteten i 2018, og er dermed avhengige av flere konsesjoner for å oppnå videre vekst.

2024-2028: Mellomlang sikt

Vekst

På mellomlang sikt er variablene enda mer usikre, og vi estimerer dermed veksten i driftsinntekter direkte, fremfor indirekte gjennom volum og laksepris.

Nøytralt anslag

På tilbudssiden legges det i det nøytrale anslaget til grunn at miljøutfordringene i oppdrettsbransjen blir håndtert, hvilket medfører tildeling av flere konsesjoner og dermed en høy volumvekst. Sykkeliteten til bransjen påvirker imidlertid lakseprisen negativt, hvilket gir en negativ effekt på inntektsveksten.

Det legges videre til grunn at etterspørselen fortsetter å vokse grunnet en økt etterspørsel etter sunne produkter, samt befolkningsvekst i viktige markeder. Dette kan påvirke lakseprisen positivt.

Den årlige inntektsveksten vil naturlig nok svinge grunnet syklikaliteten til bransjen, men vi antar at den årlige veksten i det nøytrale anslaget på mellomlang sikt i gjennomsnitt vil utgjøre 6 %. Dette er betydelig lavere enn den gjennomsnittlige historiske veksten i perioden 2008 til 2015, men høyere enn den estimerte veksten på kort sikt.

Optimistisk anslag

I det optimistiske anslaget legges det til grunn at NRS drar nytte av fortrinnet de har ved å være primært lokalisert i Nord-Norge. Vi legger til grunn at de gunstige forholdene fører til en tildeling av nye konsesjoner, og dermed en økning i produksjonskapasiteten. Det legges videre til grunn at det fortsatt er store miljøutfordringer i andre regioner, og da særlig Chile. Kombinert med en høy etterspørsel vil dette øke prisen.

Det antas dermed i det optimistiske anslaget at den årlige veksten på mellomlang sikt i gjennomsnitt vil utgjøre 8 %. Dette er fortsatt betydelig lavere enn veksten i perioden fra 2008 til 2015, men noe høyere enn den estimerte veksten på kort sikt.

Pessimistisk anslag

I vårt pessimistiske anslag legger vi til grunn miljøutfordringer i både Region Nord og Sør, hvilket medfører at NRS får tildelt færre konsesjoner. De ulike forskningsprosjektene til de sammenlignbare virksomhetene ble presentert i delkapittel 2.1.7, og det pessimistiske anslaget legger til grunn at teknologiske nyvinninger som SalMars offshore oppdrettsanlegg (*Ocean Farming*) og de lukkede oppdrettsanleggene til Marine Harvest (*Egget*) blir en suksess. Dette medfører en betydelig økning i produksjon av settefisk når lakseprisene er høye. Når fisken er slakteklar to til tre år senere, øker det globale tilbudet betydelig.

Det legges videre til grunn at etterspørselen reduseres som følge av en økt interesse for andre fiskearter. Etterspørselen er dermed ikke stor nok til at et høyt prisnivå opprettholdes, og lakseprisen reduseres.

Vi legger dermed til grunn en årlig gjennomsnittlig vekst på 3 %. Dette er betydelig lavere enn den historiske veksten i perioden 2008 til 2015, men høyere enn den estimerte negative veksten på kort sikt.

Intervall for vekst og fremtidige driftsinntekter

Dette gir følgende intervall for vekst og fremtidige driftsinntekter på mellomlang sikt:

Vekst driftsinntekter	2008-2015	2016-2023	2024	2025	2026	2027	2028
Konsern	14,8 %						
Pessimistisk		-1,4 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
Nøytralt		3,7 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
Optimistisk		7,1 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %

Tabell 23: Intervall for fremtidig vekst i driftsinntekter på mellomlang sikt

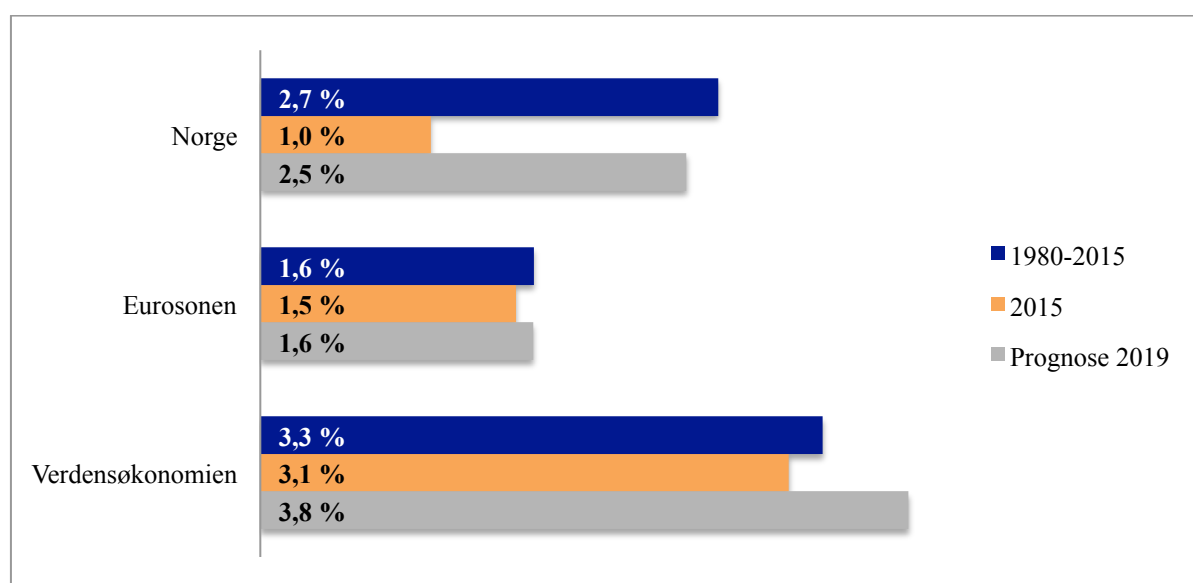
Beregnet driftsinntekt	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Konsern						
Pessimistisk	2 817 413	2 901 936	2 988 994	3 078 664	3 171 024	3 266 154
Vekst		3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
Nøytralt	4 119 617	4 366 794	4 628 802	4 906 530	5 200 922	5 512 977
Vekst		6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
Optimistisk	5 129 672	5 540 046	5 983 250	6 461 910	6 978 862	7 537 171
Vekst		8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %

Tabell 24: Intervall for fremtidige driftsinntekter på mellomlang sikt

2029: Lang sikt

Vekst

Ingen virksomheter kan på sikt vokse raskere enn økonomien samlet, og derfor vil virksomheter som vokser svært raskt før eller senere møte redusert vekst. Veksten er altså tilbakevendende til gjennomsnittet (Knivsflå, 2016b, s. 6). Den årlige gjennomsnittlige realveksten (BNP) i Norge, Eurosonen og verdensøkonomien vises i følgende figur (IMF, 2016b og Norges Bank, 2016a, s. 58):



Figur 24: Årlig gjennomsnittlig vekst i BNP

Figuren viser at realveksten i 2015 var lavere enn den historiske realveksten i perioden fra 1980 til 2015, men veksten forventes imidlertid å ta seg opp i 2019. Videre var den årlige gjennomsnittlige prisveksten (KPI) i Norge i perioden 2000 til 2015 2,0 % (IMF, 2016b), men Norges Bank (2016a, s. 58) estimerer en nedadgående trend til 1,7 % i slutten av prognoseperioden i 2019. Dette er betydelig lavere enn inflasjonsmålet på 2,5 % (Norges Bank, 2016a, s. 31).

Nøytralt anslag

Basert på prognosene for BNP og observerte muligheter for bransjen, legges det i det nøytrale anslaget til grunn en nominell vekst på 4 %.

Optimistisk anslag

Fordi veksten på lang sikt ikke kan være større enn summen av forventet realvekst i verdensøkonomien og forventet inflasjon, tilsier dette en maksimal langsiktig nominell vekst på omtrent 5 % (Knivslå, 2016b, s. 60), og vi legger dermed denne veksten til grunn i det optimistiske anslaget.

Pessimistisk anslag

I det pessimistiske anslaget legges det til grunn svakere makroøkonomiske forhold og dårligere utsikter for laksebransjen, og derfor en nominell vekst på 3 %.

Intervall for vekst og fremtidige driftsinntekter

Vi får dermed følgende intervall for vekst og fremtidige driftsinntekter på lang sikt:

Vekst driftsinntekter	2008-2015	2016-2023	2024-2028	2029
Konsern	14,8 %			
Pessimistisk		-1,4 %	3,0 %	3,0 %
Nøytralt		3,7 %	6,0 %	4,0 %
Optimistisk		7,1 %	8,0 %	5,0 %

Tabell 25: Intervall for fremtidig vekst i driftsinntekter på lang sikt

Beregnet driftsinntekt	2028	2029
Konsern		
Pessimistisk	3 266 154	3 364 139
Vekst		3,0 %
Nøytralt	5 512 977	5 733 496
Vekst		4,0 %
Optimistisk	7 537 171	7 914 030
Vekst		5,0 %

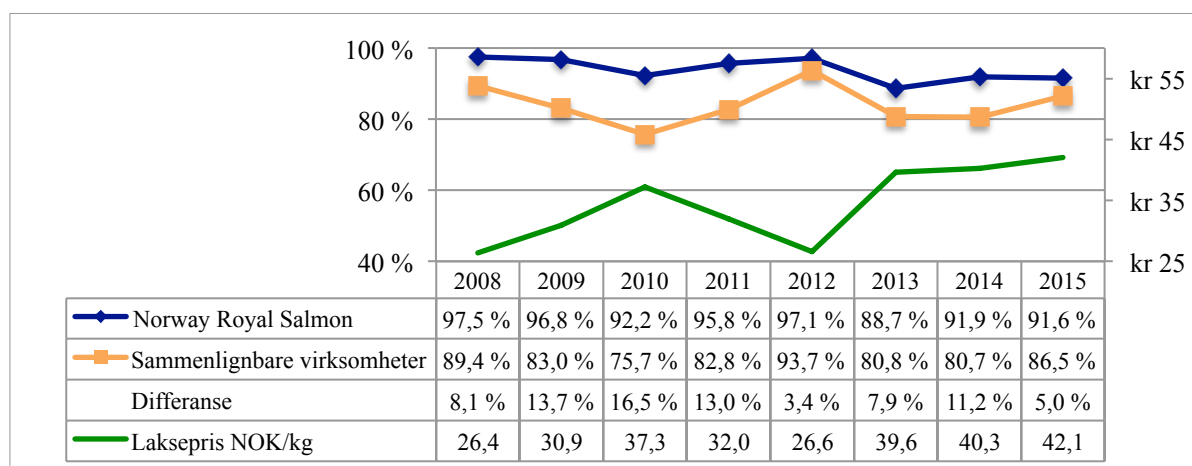
Tabell 26: Intervall for fremtidige driftsinntekter på lang sikt

6.2 Driftskostnader

6.2.1 Historisk analyse av driftskostnader og lønnsomhet

Driftskostnader

Vi definerer *driftskostnader* som driftskostnader før avskrivning og amortisering. Driftsinntekten er den vanligste driveren for driftskostnaden, og vi analyserer derfor innledningsvis driftskostnader i prosent av driftsinntekter (Koller mfl., 2010, s. 195):

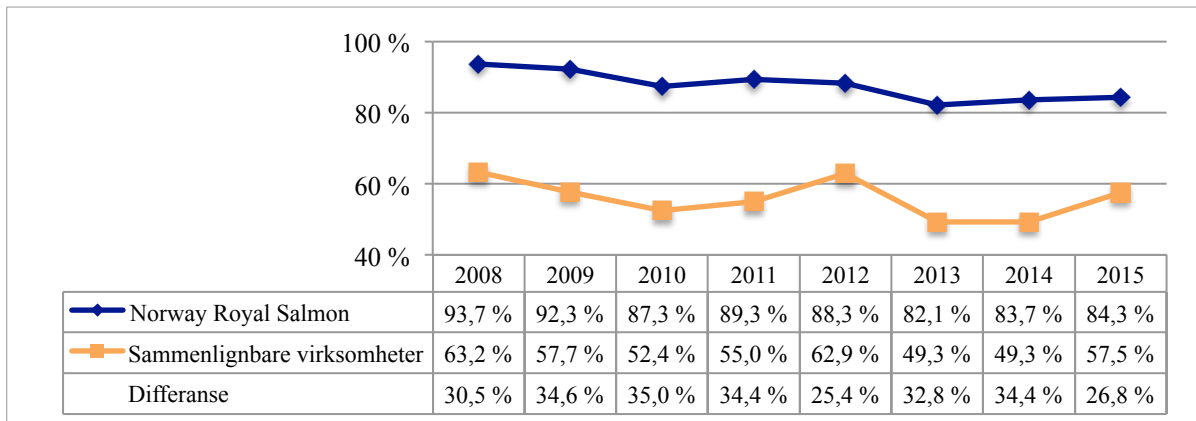


Figur 25: Driftskostnader i prosent av driftsinntekter

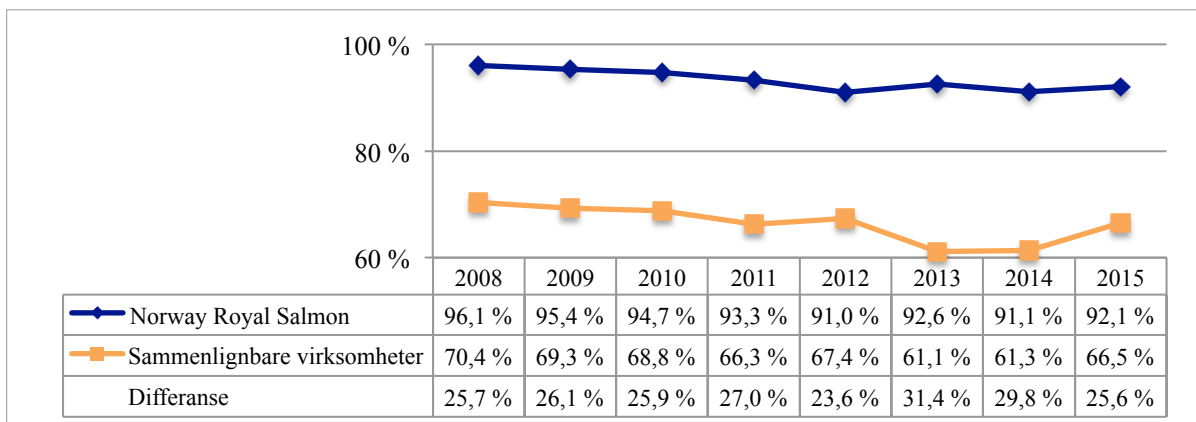
NRS og de sammenlignbare virksomhetene har en gjennomsnittlig driftskostnad i prosent av driftsinntekter på henholdsvis 94,1 % og 84,1 %. Vi ser av figuren at NRS har høyere driftskostnader i prosent av driftsinntekter enn de sammenlignbare virksomhetene i hele den analyserte perioden, men differansen var mindre i perioden fra 2012 til 2015 enn i perioden fra 2008 til 2011. For å få en bedre forståelse av dette, brytes driftskostnadene videre ned i *varekostnader* og *andre driftskostnader* på konsern- og segmentnivå. Vi har vist at driftsinntektene svinger mye ved endringer i lakseprisen, men driftskostnadene gjør nødvendigvis ikke det samme. Eksempelvis gir den lave lakseprisen i 2008 og 2012 lave driftsinntekter, og dermed en høy andel driftskostnader i prosent av driftsinntekter. For å gjøre analysen mer uavhengig av den sykliske lakseprisen, analyseres de ulike komponentene av driftskostnadene også i prosent av totale driftskostnader, og på segmentnivå i prosent av *solgt* og *produsert volum*. Det understrekes at klassifiseringen av kostnadene ikke nødvendigvis er lik for NRS og de sammenlignbare virksomhetene. En virksomhet kan ha forskjellige argumenter for å klassifisere en kostnad som varekostnader eller andre driftskostnader, noe som forverrer sammenligningsgrunnlaget.

Varekostnader – Konsernnivå

Vi innleder med å vise utviklingen i varekostnader som andel av driftsinntekter og driftskostnader på konsernnivå:



Figur 26: Varekostnader i prosent av driftsinntekter

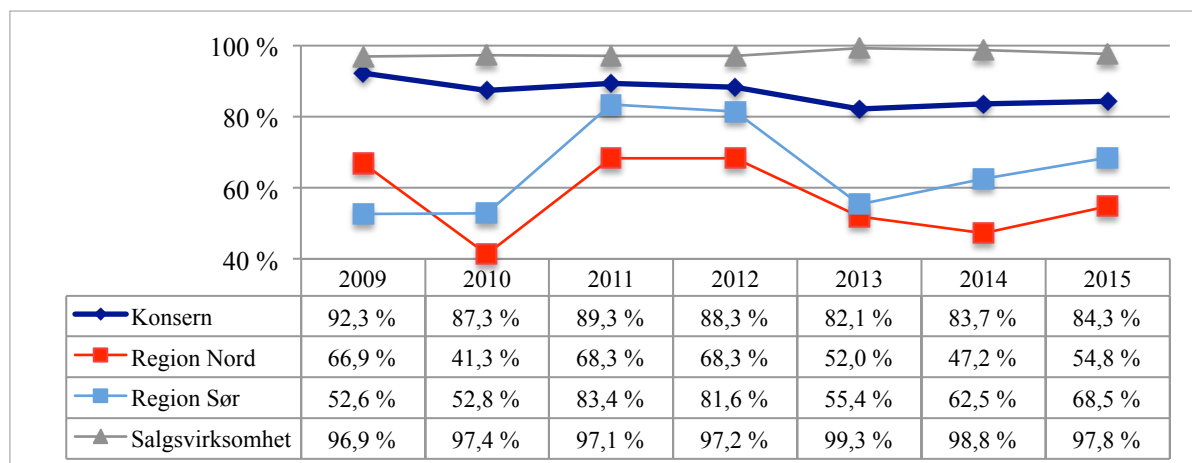


Figur 27: Varekostnader i prosent av driftskostnader

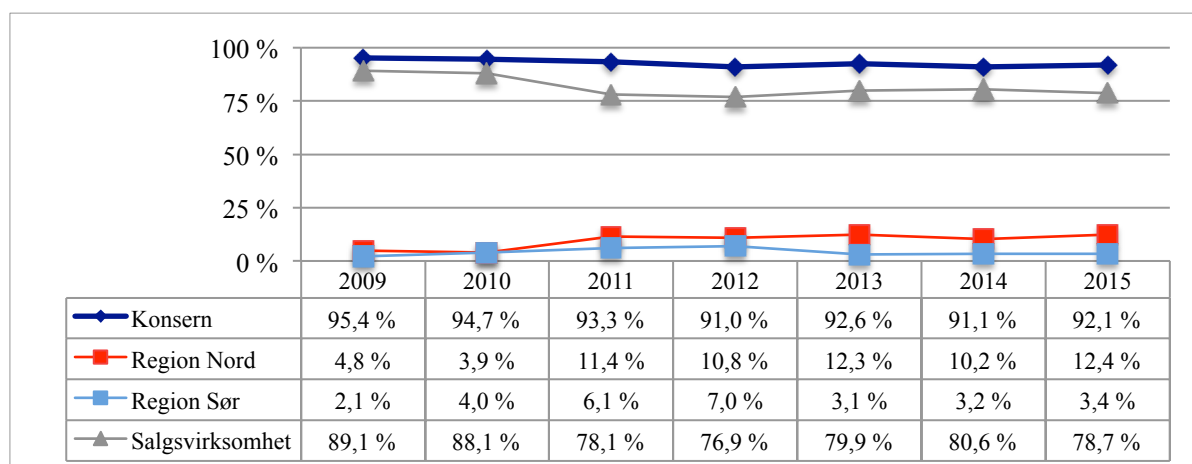
Den gjennomsnittlig varekostnaden i prosent av driftsinntekter utgjør for NRS og de sammenlignbare virksomhetene henholdsvis 87,6 % og 55,9 %. I prosent av driftskostnader utgjør den gjennomsnittlige varekostnaden henholdsvis 93,3 % og 66,4 %. Vi ser at NRS og de sammenlignbare virksomhetene har en nedadgående trend i varekostnaden som andel av driftskostnader. Denne trenden avbrytes imidlertid av en økning i 2015.

Varekostnader – Segmentnivå

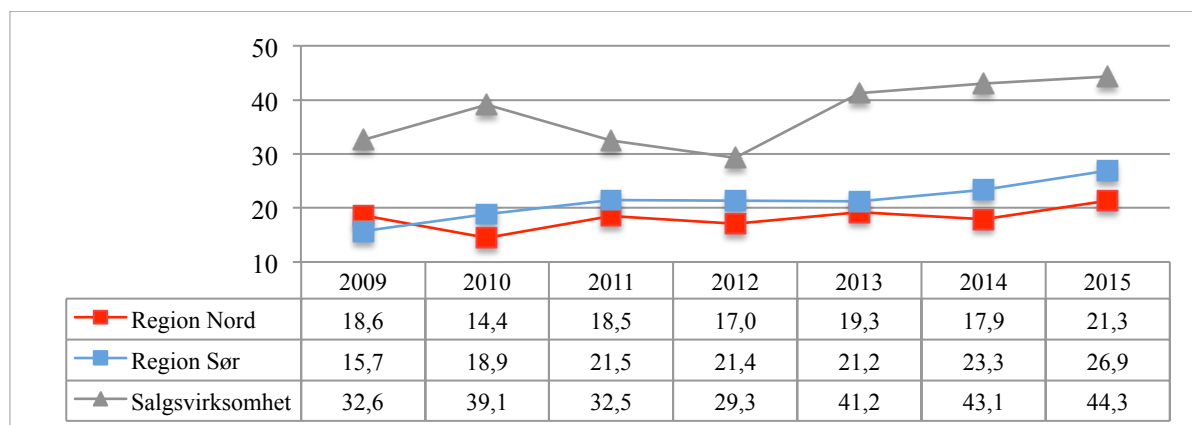
For å analysere dette mer detaljert, bryter vi varekostnaden til NRS ned på segmentnivå, og viser denne som andel av driftsinntekter, driftskostnader og produsert og solgt volum:



Figur 28: Varekostnader i prosent av driftsinntekter for segmentene



Figur 29: Varekostnader i prosent av sum driftskostnader for segmentene



Figur 30: Varekostnader som andel av produsert og solgt volum for segmentene

Vi finner en gjennomsnittlig varekostnad i prosent av driftsinntekter for Region Nord, Sør og salgsvirksomheten på henholdsvis 57,0 %, 65,3 % og 97,8 %, og en varekostnad i prosent av driftskostnader på henholdsvis 9,4 %, 4,1 % og 81,6 %. Videre har Region Nord og Sør en gjennomsnittlig varekostnad som andel av produsert volum på henholdsvis 18,2 og 21,3 NOK/kg, og salgsvirksomheten har en gjennomsnittlig varekostnad som andel av solgt volum på 37,4 NOK/kg.

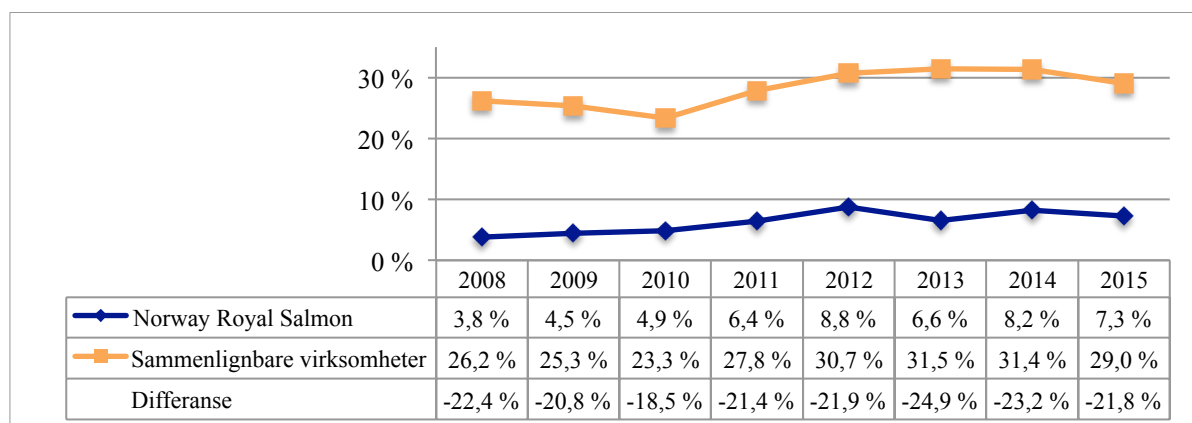
Varekostnaden for Region Nord og Sør ble i 2015 negativt påvirket av en økning i førkostnaden, i hovedsak som følge av en svekket krone. Dette samsvarer med PESTEL-analysen, hvor vi viste at før er den vesentligste kostnadskomponenten i lakseoppdrett og utgjør 55-60 % av de totale varekostnadene. Videre ser vi at varekostnaden for Region Nord gjennomgående holder et lavere nivå enn Region Sør. Dette samsvarer også med SVIMA-analysen, hvor vi argumenterte at det er lavere kostnader relatert til oppdrettsvirksomheten i Region Nord, hovedsakelig grunnet lavere utbredelse av laksesykdommer.

Videre ser vi at salgsvirksomhetens nivå av varekostnader i prosent av driftsinntekter holder seg stabilt, men nivået er imidlertid høyere i 2013, 2014 og 2015 grunnet tap på kontrakter som følge av importrestriksjonene fra Russland. Figur 29 viser imidlertid at salgsvirksomhetens varekostnader i prosent av summen av segmentenes driftskostnader har blitt redusert. Dette skyldes overgangen fra ren salgsvirksomhet til oppdrettsvirksomhet, hvor NRS har gått fra 14,5 % internt oppdrettet laks i 2009 til 39,9 % i 2015. Dette er likevel vesentlig lavere enn nivået til de sammenlignbare virksomhetene, som i følge våre beregninger hadde 70,6 % internt oppdrettet laks i 2015. Varekostnaden for salgsvirksomheten består i hovedsak av laksen som kjøpes inn, og denne videreselges deretter kort tid etter med en veldig lav margin. Dermed medfører den store andelen ren salgsvirksomhet at NRS har en høyere andel varekostnader i prosent av driftsinntekter på konsernnivå.

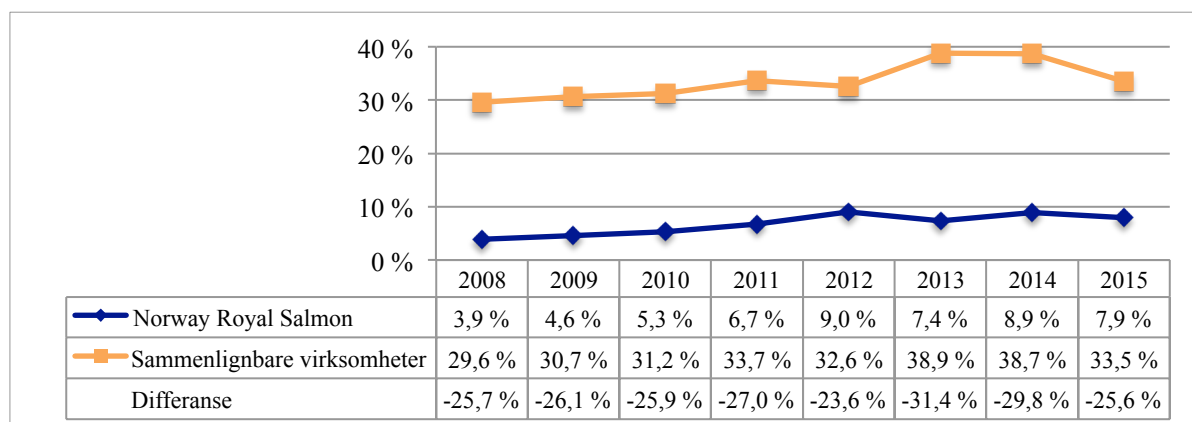
Det ble i delkapittel 2.2.5 argumentert for at NRS sin størrelse kan indikere manglende *stordriftsfordeler*. Region Nord og Region Sør har henholdsvis 1,1 og 9,4 prosentpoeng høyere gjennomsnittlige varekostnader i prosent av driftsinntekter enn de sammenlignbare virksomhetene. Årsaken til dette kan være at NRS i mindre grad har innehatt stordriftsfordeler. Utviklingen relativt til de sammenlignbare virksomhetene har likevel vært positiv. Varekostnaden til de sammenlignbare virksomhetene er imidlertid på konsernnivå og inneholder dermed også salgsvirksomhet, hvilket gjør tallene mindre sammenlignbare. Dette

er likevel i NRS sin disfavør fordi salgsvirksomheten har en høyere andel varekostnader, hvilket ytterligere forsterker argumentet om manglende stordriftsfordeler. Denne argumentasjonen forutsetter imidlertid at de sammenlignbare virksomhetene legger til grunn tilsvarende kriterier som NRS når kostnader grupperes som varekostnader.

Andre driftskostnader – Konsernnivå

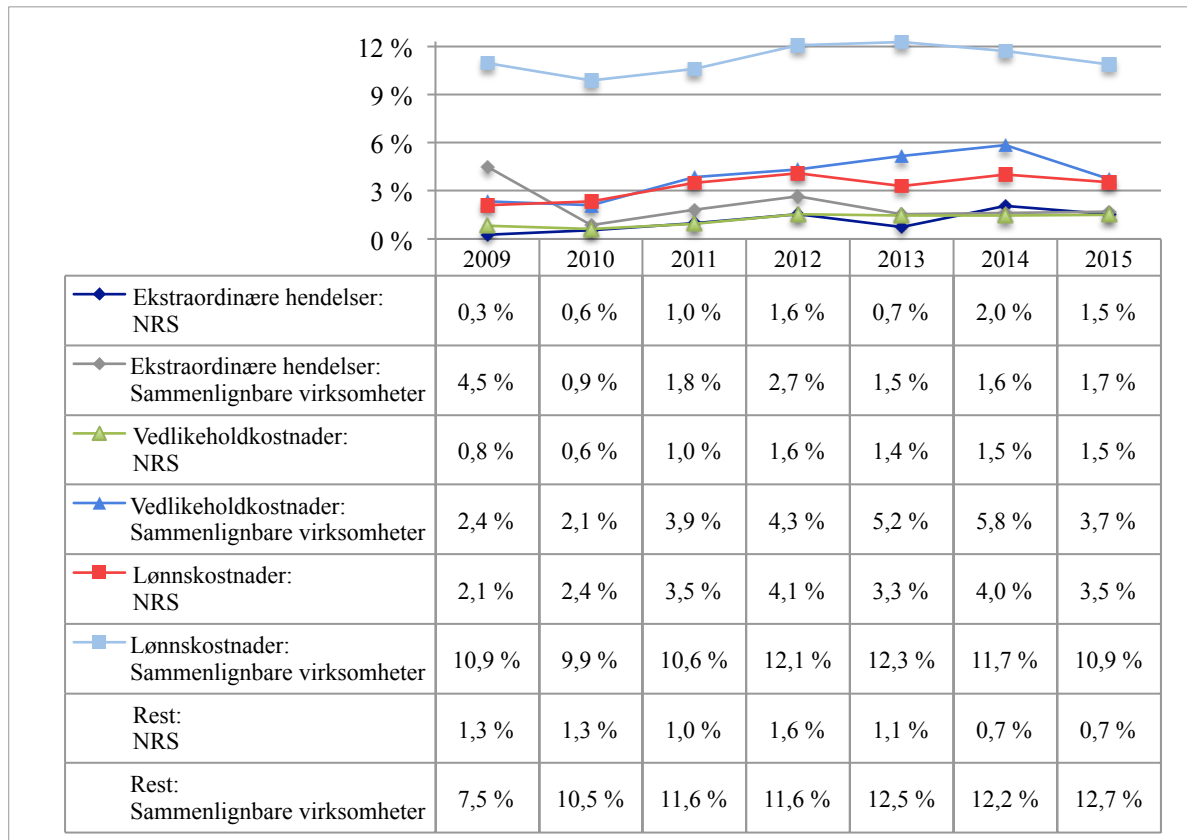


Figur 31: Andre driftskostnader i prosent av driftsinntekter

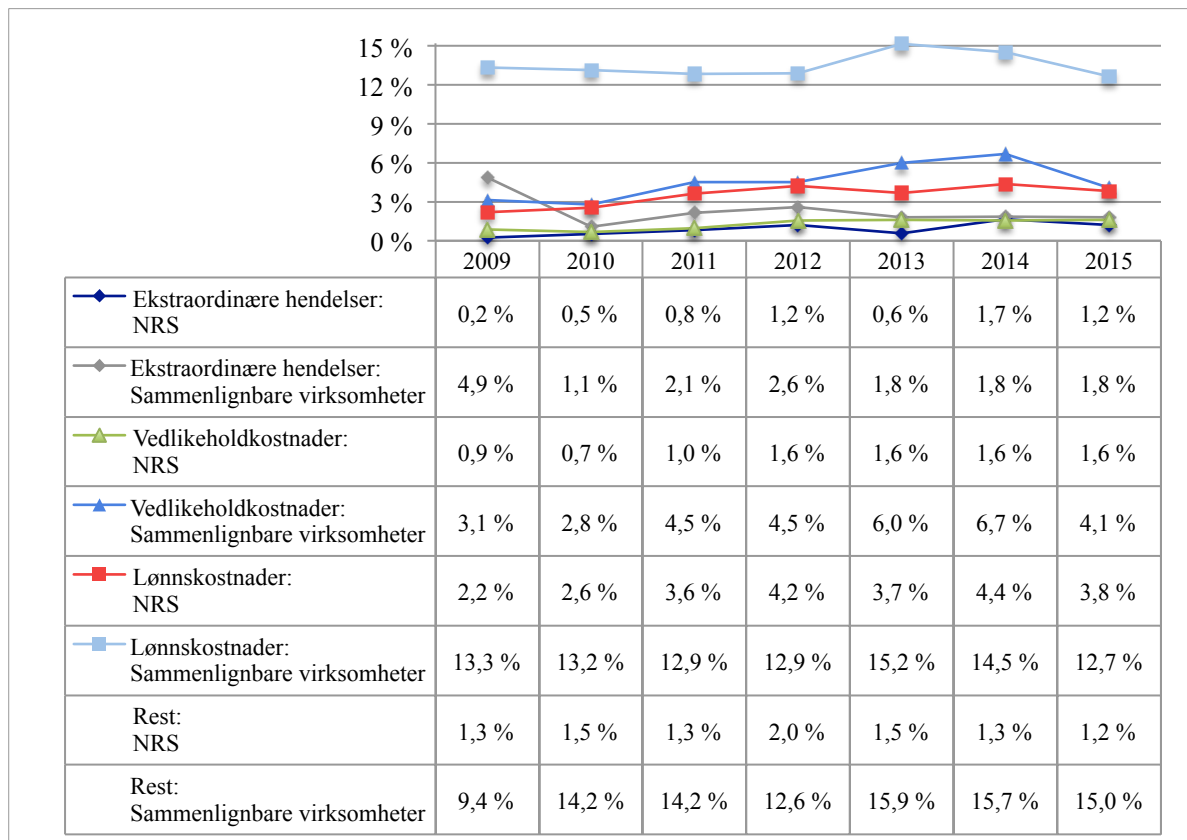


Figur 32: Andre driftskostnader i prosent av sum driftskostnader

Gjennomsnittlige andre driftskostnader i prosent av driftsinntekter utgjør for NRS og de sammenlignbare virksomhetene henholdsvis 6,3 % og 28,2 %, og henholdsvis 6,7 % og 33,6 % i prosent av driftskostnader. For å gi en dypere innsikt i den stigende trenden og den store differansen, brytes andre driftskostnader videre ned i ulike kostnadskomponenter:



Figur 33: Kostnadskomponenter av andre driftskostnader i prosent av driftsinntekter



Figur 34: Kostnadskomponenter av andre driftskostnader i prosent av driftskostnader

Vi finner gjennomsnittlige ekstraordinære hendelser i prosent av driftsinntekter for NRS og de sammenlignbare virksomhetene på henholdsvis 1,1 % og 2,1 %. I prosent av driftskostnader utgjør de ekstraordinære hendelsene henholdsvis 0,9 % og 2,3 %. NRS sin overgang fra ren salgsvirksomhet til oppdrettsvirksomhet utløser naturlig nok flere ekstraordinære biologiske hendelser. Det høye nivået siden 2012 forklares av ekstraordinær dødelighet i 2012, 2014 og 2015, samt ekstraordinær rømming i 2013. Tallgrunnlaget viser at de sammenlignbare virksomhetene jevnt over holder et høyere nivå av ekstraordinære hendelser enn NRS. Nivået er særlig høyt i 2009 som følge av de biologiske utfordringene i Chile. Restverdien, vist nederst i tabellene, er også betydelig høyere hos de sammenlignbare virksomhetene. Dette betyr at store deler av andre driftskostnader ikke er spesifisert i notene. Sammenligningsgrunnlaget er dermed ikke optimalt, fordi NRS i mye større grad spesifiserer ekstraordinære hendelser i sine års- og kvartalsrapporter. Dermed kan det argumenteres at tallene for de sammenlignbare virksomhetene ville vært enda høyere dersom de benyttet tilsvarende detaljeringsnivå i notene som NRS.

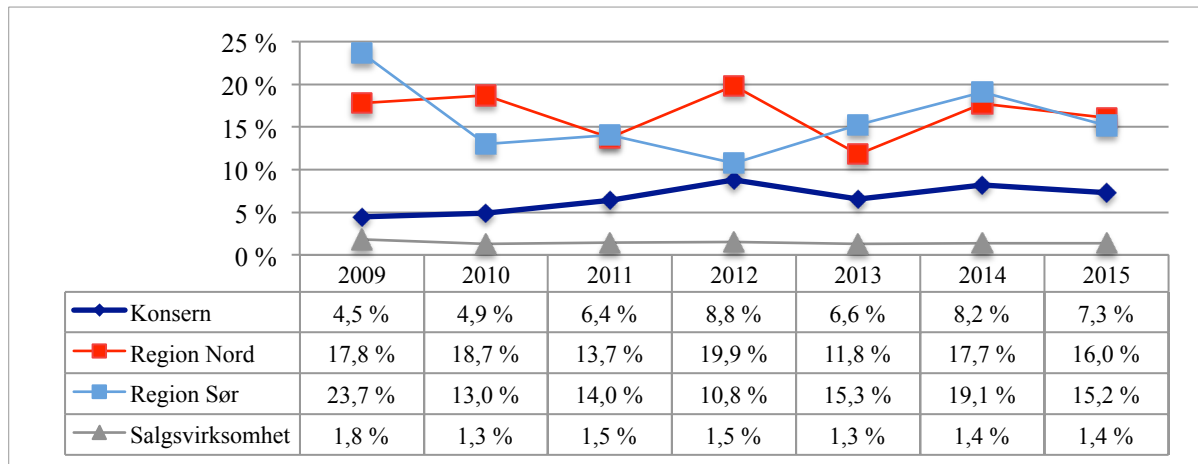
Videre ser vi at NRS og de sammenlignbare virksomhetene har en gjennomsnittlig vedlikeholdskostnad i prosent av driftsinntekter på henholdsvis 1,2 % og 3,9 %, og en gjennomsnittlig vedlikeholdskostnad i prosent av driftskostnader på henholdsvis 1,3 % og 4,5 %. Vedlikeholdskostnadene til NRS er dermed lavere, og har ligget stabilt rundt 1,6 % av driftskostnadene siden 2012. Differansen skyldes i hovedsak den store andelen ren salgsvirksomhet. Den kapitaltunge oppdrettsvirksomheten krever mer materiell, som igjen påvirker vedlikeholdskostnadene. NRS har også mer moderne materiell som er i starten av livssyklusen, og dette krever dermed mindre vedlikehold.

Den gjennomsnittlige lønnskostnaden i prosent av driftsinntekter utgjør henholdsvis 3,3 % og 11,2 % for NRS og de sammenlignbare virksomhetene. I prosent av driftskostnader utgjør lønnskostnaden henholdsvis 3,5 % og 13,5 %. Vi ser også her at andelen lønnskostnader øker i takt med ekspansjonen av oppdrettsvirksomheten, hvilket er naturlig fordi oppdrettsvirksomheten krever en større andel personell for å drive oppdrettsanleggene.

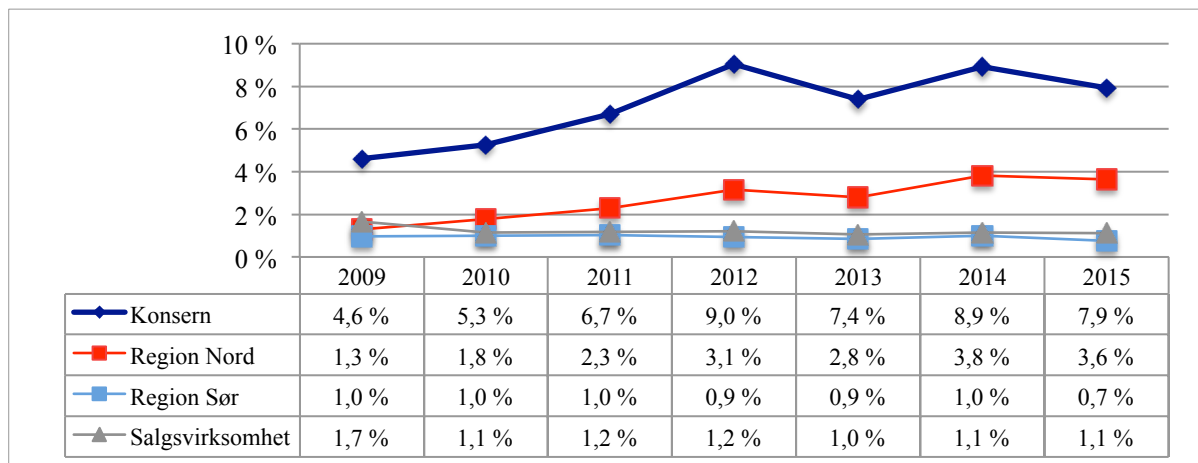
Kostnader relatert til forskning og utvikling er ikke spesifisert i års- og kvartalsrapportene, men inngår mest trolig i restverdien. Det at de sammenlignbare virksomhetene har høyere restverdi, kan tale for at de har høyere kostnader relatert til forskning og utvikling. En annen årsak kan imidlertid være at NRS i større grad grupperer kostnader som varekostnader, hvilket svekker den foregående argumentasjonen om manglende stordriftsfordeler.

Andre driftskostnader – Segmentnivå

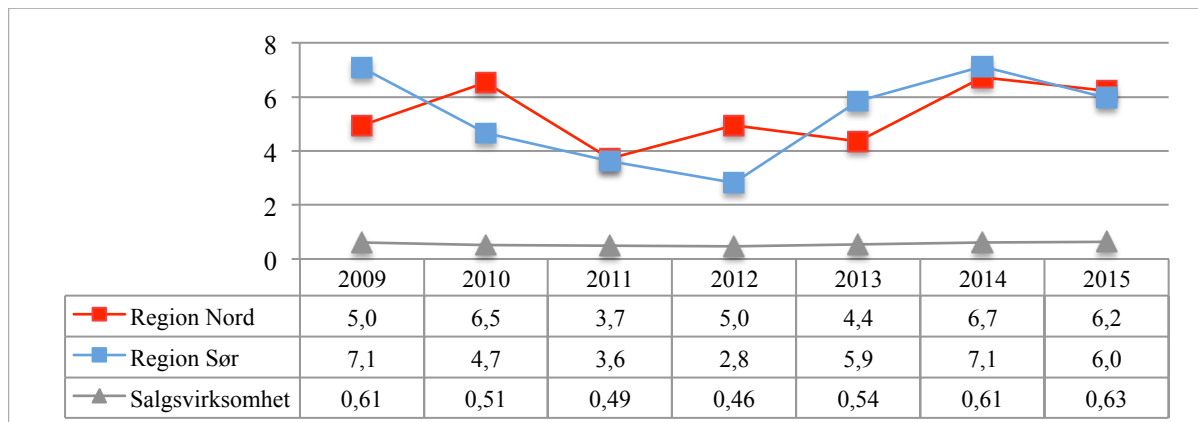
Andre driftskostnader brytes for NRS videre ned på segmentene, og vises som andel av driftsinntekter, driftskostnader og produsert og solgt volum:



Figur 35: Andre driftskostnader i prosent av driftsinntekter for segmentene



Figur 36: Andre driftskostnader i prosent av sum driftskostnader for segmentene



Figur 37: Andre driftskostnader som andel av produsert og solgt volum for segmentene

Vi finner gjennomsnittlige andre driftskostnader i prosent av driftsinntekter for Region Nord, Sør og salgsvirksomheten på henholdsvis 16,5 %, 15,9 % og 1,4 %, og andre driftskostnader i prosent av driftskostnader på henholdsvis 2,7 %, 0,9 % og 1,2 %. Videre har Region Nord og Sør gjennomsnittlige andre driftskostnader som andel av produsert volum på henholdsvis 5,4 og 5,3 NOK/kg, og salgsvirksomheten har gjennomsnittlige andre driftskostnader som andel av solgt volum på 0,6 NOK/kg.

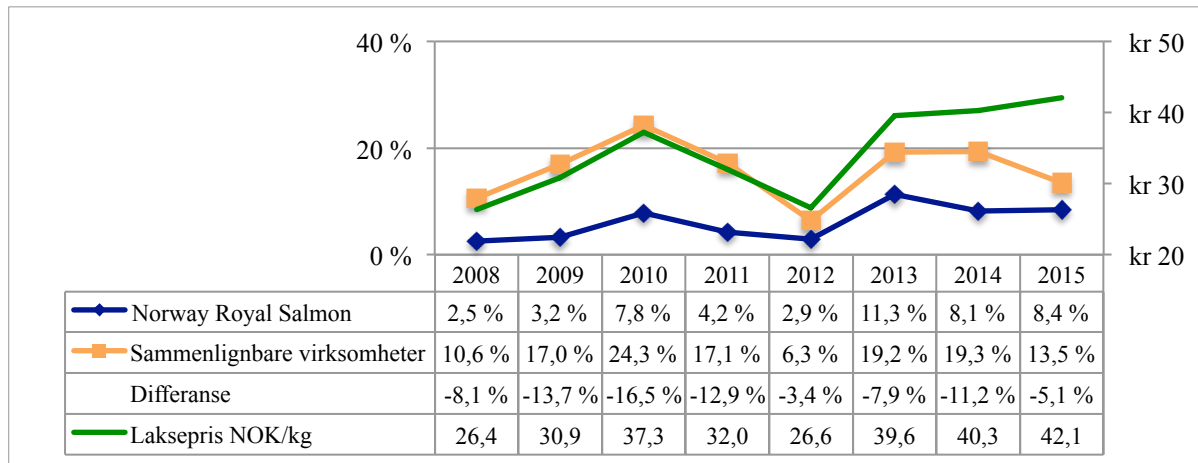
Ekspansjonen av oppdrettsvirksomheten medfører for Region Nord en særlig økning av andre driftskostnader i prosent av summen av segmentenes driftskostnader, og en reduksjon for salgsvirksomheten. Dette forklarer dermed den stigende trenden til konsernet. Som andel av produsert og solgt volum ser vi derimot ikke en tydelig trend for Region Nord og Sør, og salgsvirksomheten ligger stabilt rundt gjennomsnittet på 0,6 NOK/kg.

EBITDA-margin

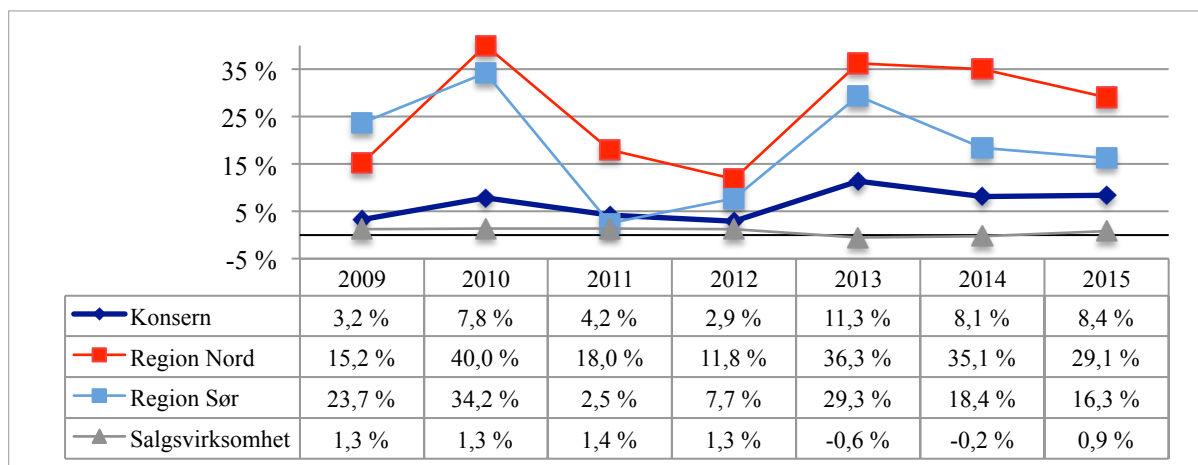
Med utgangspunkt i driftsinntektene og driftskostnadene, kan vi nå estimere EBITDA-marginen. Denne er et måltall for lønnsomheten per krone solgt, og høy EBITDA-margin tilsier dermed høy lønnsomhet (Penman, 2013, s. 373). Vi definerer EBITDA-margin som følger:

$$EBITDA-margin = \frac{\text{Normalisert EBITDA}}{\text{Driftsinntekt}}$$

Basert på data fra 41 889 virksomheter innenfor ulike sektorer, har vi per januar 2016 beregnet en generell gjennomsnittlig EBITDA-margin til å være 17,7 % (Damodaran, 2016b). Det tilhørende standardavviket er estimert til 11,1 %. EBITDA-marginen varierer dermed mye mellom ulike bransjer, og hva som er høy eller lav margin avhenger av hvilken bransje virksomheten opererer i (Penman, 2013, s. 374). Vi illustrerer EBITDA-marginen til NRS og de sammenlignbare virksomhetene i følgende grafer:



Figur 38: EBITDA-margin NRS og sammenlignbare virksomheter på konsernnivå



Figur 39: EBITDA-margin NRS på segmentnivå

NRS og de sammenlignbare virksomhetene har en gjennomsnittlig EBITDA-margin på henholdsvis 6,4 % og 16,9 % ekskludert ekstraordinære biologiske hendelser (henholdsvis 6,1 % og 15,9 % inkludert ekstraordinære biologiske hendelser), og Region Nord, Region Sør og salgsvirksomheten har en gjennomsnittlig EBITDA-margin på henholdsvis 26,5 %, 18,9 % og 0,8 % ekskludert ekstraordinære biologiske hendelser.

Figur 38 viser at NRS har lavere EBITDA-marginer enn de sammenlignbare virksomhetene i hele den analyserte perioden. Differansen har imidlertid vist en nedadgående trend de siste årene som følge av den kraftige veksten innen oppdrettsvirksomheten. Videre viser figur 39 at salgsvirksomheten har en betydelig lavere EBITDA-margin enn oppdrettsvirksomheten, men i motsetning til oppdrettsvirksomheten holder EBITDA-marginen til salgsvirksomheten seg stabil også i perioder med lav laksepris. Den betydelige nedgangen i EBITDA-marginen

for salgsvirksomheten i 2013, 2014 og 2015 skyldes de ekstraordinære tapene relatert til importrestriksjonene fra Russland.

De periodevise høye marginene til de sammenlignbare virksomhetene stemmer godt overens med funnene fra Porters rammeverk, der hovedfunnene var at bransjens høye inngangsbarrierer og en økt etterspørsel etter laks kan gi grunnlag for høyere marginer. Imidlertid kan laks beskrives som et homogent produkt som normalt selges uten særlig grad av differensiering, hvilket tilsier lavere marginer slik vi ser i periodene med lave laksepriser. Det er naturlig nok ingen av de sammenlignbare virksomhetene som klarer å opprettholde høye marginer i periodene med lave laksepriser. I tillegg har vi vist at marginene gjennom hele perioden preges av høye kostnader relatert til miljømessige forhold som lakselus og rømming, samt økte førkostnader i 2015.

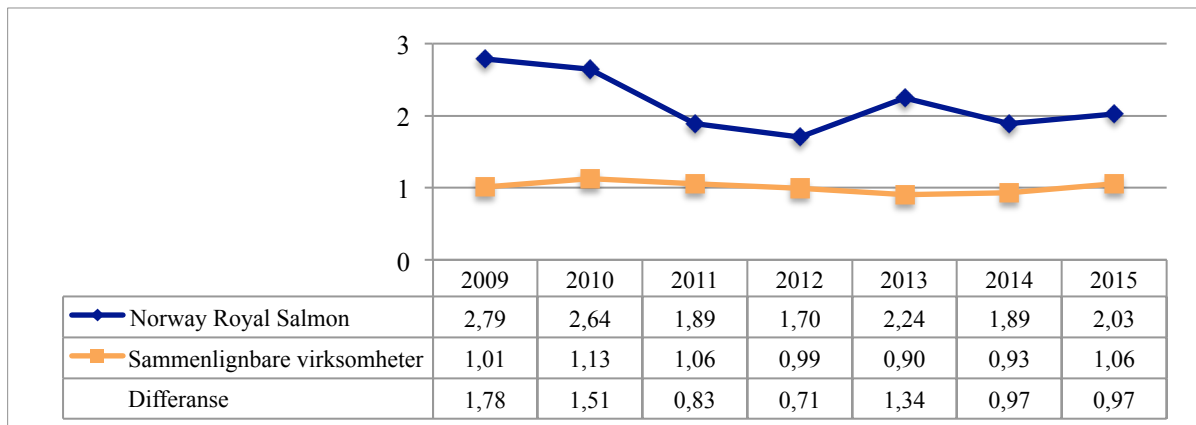
Innen salgsvirksomheten består 98,5 % av driftskostnadene historisk sett av varekostnader. Salgsvirksomheten kjøper inn fisk som selges kort tid etter med lave marginer, enten på vegne av Region Nord, Region Sør eller andre eksterne virksomheter. Dette tilsier lite kapitalbinding, og for å vurdere effektiviteten analyserer vi omløpshastigheten. Denne måler i hvilken grad de netto driftsrelaterte eiendelene genererer inntekt, og høy omløpshastighet tilsier dermed en effektiv drift (Penman, 2013, s. 373). Vi definerer omløpshastighet som:

$$Omløpshastighet = \frac{Driftsinntekt_t}{\left(\frac{NDE_{t-1} + NDE_t}{2}\right)}$$

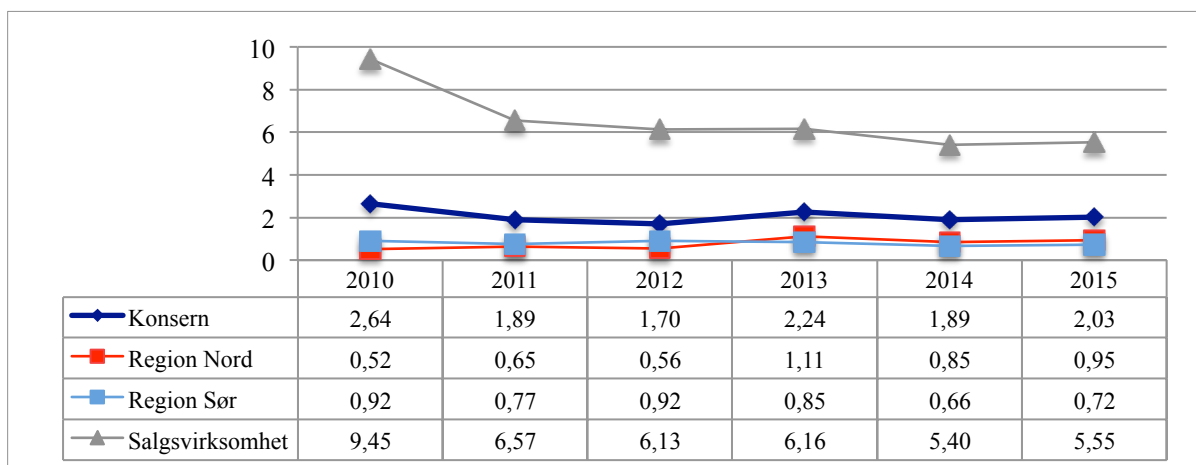
der:

NDE = Netto driftsrelaterte eiendeler = Driftsrelaterte eiendeler – Driftsrelatert gjeld

Dette gir følgende omløpshastighet for NRS og de sammenlignbare virksomhetene:



Figur 40: Omløpshastighet NRS og sammenlignbare virksomheter på konsernnivå



Figur 41: Omløpshastighet NRS på segmentnivå

NRS og de sammenlignbare virksomhetene har dermed en gjennomsnittlig omløpshastighet på henholdsvis 2,17 og 1,01. Netto driftsrelaterte eiendeler er ikke spesifisert ned på hvert enkelt segment i regnskapene, og vi har derfor grovt estimert omløpshastigheten for segmentene ved å benytte andel av totale eiendeler som estimat for andel av netto driftsrelaterte eiendeler. Dette gir en gjennomsnittlig omløpshastighet for Region Nord, Region Sør og salgsvirksomheten på henholdsvis 0,77, 0,80 og 6,54.

Figur 40 viser at NRS har høyere omløpshastighet enn de sammenlignbare virksomhetene gjennom hele perioden, hvilket tilsier at NRS er mindre kapitaltunge. Differansen er størst i 2009 og 2010, hvor den rene salgsvirksomheten står for henholdsvis 87,7 % og 81,1 % av driftsinntektene:

Eiendeler og omløpshastighet fordelt på segmenter	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Region Nord							
Eiendeler Region Nord	471 592	750 342	827 231	957 068	1 054 776	1 402 184	1 518 257
Andel totale eiendeler	49,0 %	56,9 %	60,4 %	61,2 %	56,6 %	60,2 %	58,4 %
Andel totale driftsinntekter	7,9 %	10,5 %	20,7 %	20,0 %	29,5 %	26,5 %	28,1 %
Kapitalens omløpshastighet		0,52	0,65	0,56	1,11	0,85	0,95
Region Sør							
Eiendeler Region Sør	263 310	282 194	298 936	289 780	337 793	419 131	419 212
Andel totale eiendeler	27,3 %	21,4 %	21,8 %	18,5 %	18,1 %	18,0 %	16,1 %
Andel totale driftsinntekter	4,4 %	8,4 %	9,0 %	10,9 %	7,0 %	6,3 %	6,1 %
Kapitalens omløpshastighet		0,92	0,77	0,92	0,85	0,66	0,72
Salgsvirksomhet							
Eiendeler salgsvirksomhet	227 917	286 141	243 954	316 361	470 308	507 936	661 412
Andel totale eiendeler	23,7 %	21,7 %	17,8 %	20,2 %	25,2 %	21,8 %	25,4 %
Andel totale driftsinntekter	87,7 %	81,1 %	70,3 %	69,1 %	63,6 %	67,2 %	65,7 %
Kapitalens omløpshastighet		9,45	6,57	6,13	6,16	5,40	5,55

Tabell 27: Eiendeler og omløpshastighet fordelt på segmenter

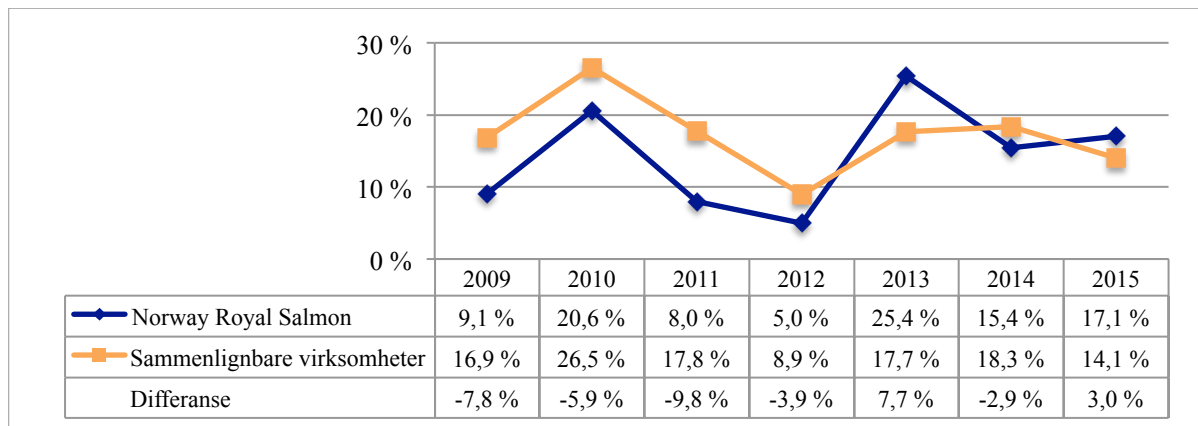
Videre viser tabellen at salgsvirksomheten til NRS sin andel av totale eiendeler kun utgjør mellom 20 % og 25 % gjennom hele perioden. Omløpshastigheten blir høy for den rene salgsvirksomheten fordi relativt få eiendeler genererer store inntekter. Dette påvirker videre EBITDA-rentabiliteten, da denne er et produkt av EBITDA-marginen og omløpshastigheten (Penman, 2013, s. 373). EBITDA-rentabiliteten er et måltall for avkastningen på netto driftsrelaterte eiendeler, og vi definerer EBITDA-rentabilitet som følger:

$$EBITDA\text{-rentabilitet} = \frac{\text{Normalisert } EBITDA_t}{\left(\frac{NDE_{t-1} + NDE_t}{2}\right)}$$

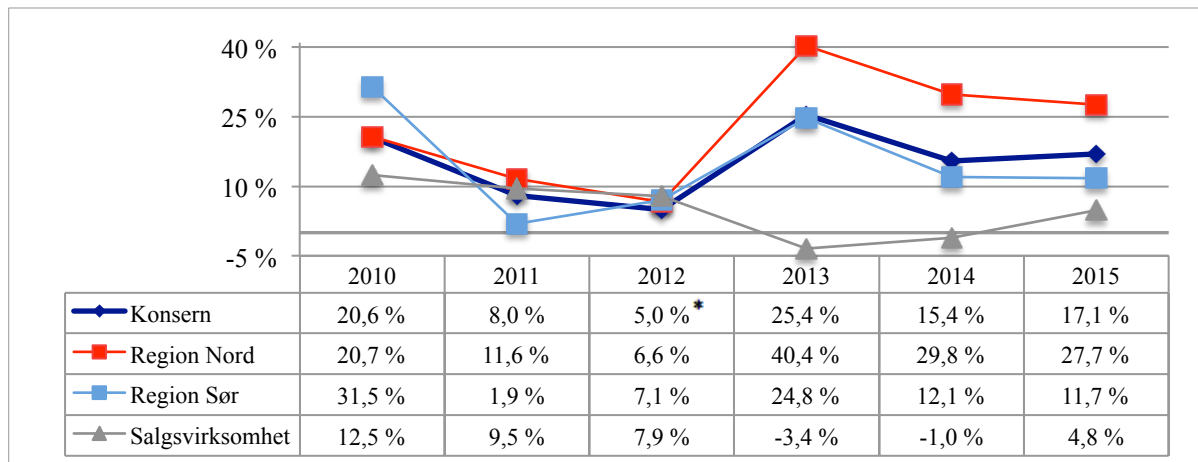
der:

NDE = Netto driftsrelatert eiendeler = Driftsrelaterte eiendeler – Driftsrelatert gjeld

EBITDA-rentabiliteten til NRS og de sammenlignbare virksomhetene vises i følgende figurer:



Figur 42: EBITDA-rentabilitet NRS og sammenlignbare virksomheter på konsernnivå



* Lavere for konsernet enn segmentene i 2012 fordi ekstraordinære biologiske hendelser inngår i EBITDA på konsernnivå, men ikke på segmentnivå, jf. normaliseringen i delkapittel 5.2.2

Figur 43: EBITDA-rentabilitet NRS på segmentnivå

NRS og de sammenlignbare virksomhetene har dermed en gjennomsnittlig EBITDA-rentabilitet på henholdsvis 15,1 % og 17,9 % ekskludert ekstraordinære biologiske hendelser (henholdsvis 14,4 % og 17,2 % inkludert ekstraordinære biologiske hendelser), og Region Nord, Region Sør og salgsvirksomheten har en gjennomsnittlig EBITDA-rentabilitet på henholdsvis 22,8 %, 14,8 % og 5,0 % ekskludert ekstraordinære biologiske hendelser.

Figur 42 viser at NRS har lavere EBITDA-rentabilitet enn de sammenlignbare virksomhetene i hele den analyserte perioden, med unntak av 2013 og 2015. Differansen mellom NRS og de sammenlignbare virksomhetene har også blitt kraftig redusert fra 2012, og dette skyldes i hovedsak økte marginer som følge av vekst innenfor oppdrettsvirksomheten. Videre viser figur 43 at salgsvirksomheten har høyere EBITDA-

rentabilitet enn konsernet da lakseprisene var lave i 2011 og 2012. Dermed ser vi at den høye omløpshastigheten til salgsvirksomheten gir utslag i EBITDA-rentabiliteten, men ikke nok til at EBITDA-rentabiliteten også er høyere i perioder med høy laksepris.

EBITDA-rentabiliteten benyttes videre for å analysere kredittrisikoen til NRS i kapittel 7.

Oppsummering driftskostnader og lønnsomhet

Oppsummert ser vi at NRS totalt sett har hatt høyere driftskostnader enn de sammenlignbare virksomhetene. Det er særlig varekostnadene hos salgsvirksomheten som bidrar til høye driftskostnader, men disse blir likevel noe utlignet av lave ekstraordinære hendelser, vedlikeholdskostnader og lønnskostnader. Det kan med bakgrunn i NRS sin størrelse argumenteres for at virksomheten innehar mindre grad av stordriftsfordeler, men grunnet varierende praksis for gruppering av kostnadene samt ulik kostnadsstruktur mellom virksomhetene, finner vi ikke konkrete bevis som bekrefter eller avkrefter denne påstanden. Vi ser videre at NRS har lavere EBITDA-marginer enn de sammenlignbare virksomhetene, men differansen har de siste årene blitt redusert som følge av den økte satsingen på oppdrettsvirksomhet. Salgsvirksomheten har lavere EBITDA-marginer enn oppdrettsvirksomheten, men marginene holder seg stabile også i perioder med lav laksepris. Omløpshastigheten er imidlertid høyere for salgsvirksomheten, hvilket gir et positivt utslag i EBITDA-rentabiliteten.

6.2.2 Fremtidig prognose av driftskostnader og lønnsomhet

På kort sikt estimeres driftskostnadene på segmentnivå. For oppdrettsvirksomheten i Region Nord og Sør finner vi en korrelasjon på 0,94 mellom driftskostnader og produsert volum, og dermed benyttes produsert volum som driver for driftskostnaden i den fremtidige prognosen. Vi forventer at driftskostnaden stiger som følge av inflasjon, og justerer derfor for dette. For salgsvirksomheten er varekostnaden i hovedsak innkjøp av internt og eksternt oppdrettet laks, som deretter selges videre med en lav margin. For salgsvirksomheten finner vi derfor høy korrelasjon på 1,00 mellom varekostnader og driftsinntekter, og det er da naturlig å benytte driftsinntekten som driver for varekostnaden. Andre driftskostnader for salgsvirksomheten har en korrelasjon på 0,87 med solgt volum, og vi benytter derfor solgt volum som driver for andre driftskostnader. Videre finner vi en noe lavere korrelasjon på 0,75 mellom driftsinntektene for konsernet og ekstraordinære hendelser. Dette er naturlig, da ekstraordinære kostnader som restruktureringskostnader og ekstraordinære biologiske

hendelser inntreffer mer tilfeldig. Dermed benyttes driftsinntekten for konsernet som driver for å estimere et intervall for ekstraordinære kostnader. På mellomlang og lang sikt estimeres driftskostnadene implisitt for konsernet ved å estimere et intervall for EBITDA-marginen på konsernnivå.

2016-2023: Kort sikt

Varekostnader

Nøytralt anslag

Vi har i forrige delkapittel vist at førkostnadene har hatt en strukturell oppgang i 2015 som følge av at den norske kronen har svekket seg mot andre valutaer. Lerøy (2016a, s. 8) estimerer per februar 2016 at førkostnaden for laks høstet i 2016 vil øke sammenlignet med 2015. Satsingen på steril laks vil trolig også medføre høyere varekostnader relatert til produksjonen. I sum påvirker disse forholdene varekostnaden for oppdrettsvirksomheten negativt.

NRS (2015a, s. 75) anslår imidlertid at de totale varekostnadene ikke påvirkes som følge av satsingen på steril laks, fordi andre kostnader relatert til fiskehelse vil reduseres tilsvarende. NRS rapporterer per februar 2016 at den generelle fiskehelsesituasjonen er god, samt at de til nå har gode erfaringer knyttet til produksjonen av steril laks (Intrafish, 2016). NRS (2016b, s. 5) oppgir også at varekostnaden for Region Nord i fjerde kvartal er nedadgående. Vi har i SVIMA-analysen identifisert lokaliseringen i Nord-Norge som et potensielt midlertidig fortrinn, og kategoriserte dette som en styrke i SWOT-analysen. Den fremtidige veksten i Region Nord medfører trolig at det totale kostnadsnivået blir lavere fordi regionen har lavere kostnader per kg produsert laks enn Region Sør. NRS (2016b, s. 6) estimerer imidlertid en gradvis reduksjon i varekostnadene de neste kvartalene for Region Sør som følge av slakting på nye lokaliteter og generasjoner. Vi identifiserte også i delkapittel 2.2.2 at NRS har en helintegrert verdikjede, og kategoriserte dette som en styrke i SWOT-analysen. Vi legger til grunn at dette er positivt for varekostnaden, men utslaget er lite. I sum påvirker disse forholdene varekostnaden for oppdrettsvirksomheten positivt.

Dermed estimerer vi i det nøytrale anslaget at varekostnaden for Region Nord på kort sikt vil bli noe høyere enn det historiske gjennomsnittet, men noe lavere enn varekostnaden i 2015. Grunnet større miljømessige utfordringer i Sør-Norge estimerer vi varekostnaden i Region Sør til å bli noe høyere. Varekostnaden har en generell prisvekst grunnet inflasjon, og vi legger til grunn tilsvarende inflasjon som i delkapittel 6.1.2. Vi har også vist at

valutakursutviklingen påvirker førkostnaden, men vi legger i det nøytrale anslaget til grunn at valutakursen forblir uendret. Videre kan bedring av biologiske forhold og effektivisering som følge av fremtidige stordriftsfordeler og læringseffekter medføre en lavere varekostnad, og taler dermed for en lavere vekst i varekostnadene. I det nøytrale anslaget legger vi dermed til grunn at en bedring av biologiske forhold og effektivisering til en viss grad motvirker den årlige veksten som følger av inflasjonen.

For salgsvirksomheten legges det til grunn at kjedeavtaler og marginer opprettholdes, og estimerer derfor en varekostnad i prosent av driftsinntekter tilsvarende det historiske gjennomsnittet fra 2009 til 2012, samt 2015. 2013 og 2014 ekskluderes med bakgrunn i det høye nivået av ekstraordinære tap disse to årene.

Optimistisk anslag

I vårt optimistiske anslag for varekostnadene legges det til grunn at den norske kronen styrkes, slik at førkostnadene for oppdrettsvirksomheten blir redusert. Vi nevnte innledningsvis i kapitlet at det ikke tas høyde for korrelasjonen mellom intervallene før i scenario- og simuleringsanalysen, hvilket medfører at vi kan legge til grunn ulike valutaforutsetninger i prognoseintervallet for driftsinntektene og varekostnadene. Vi identifiserte i PESTEL-analysen at miljørettet teknologi kan bedre de miljømessige forholdene, eksempelvis gjennom en tildeling av utviklingskonsesjoner, og kategoriserte dette videre som en mulighet i SWOT-analysen. Det legges i det optimistiske anslaget til grunn en vesentlig bedring av fiskehelsen i Region Nord og Sør som følge av denne satsingen, samt en mer vellykket behandling av laksesykdommer. Fordi forbedringspotensialet i Region Sør er størst, legges det til grunn størst bedring her. Vi antar en vesentlig bedring som følge av sykdomsbehandlingen allerede i 2016, og illustrerer den kontinuerlige bedringen på kort sikt ved at varekostnaden holder seg konstant, til tross for forventningen om inflasjon.

Vi legger til grunn noe høyere marginer for salgsvirksomheten i vårt optimistiske anslag. NRS (2015b, s. 2) oppgir i sin kvartalsrapport for første kvartal 2015 at en EBITDA-margin på 1,6 % anses som god lønnsomhet for salgsvirksomheten. Dette tilsvarer en varekostnad i prosent av driftsinntekter på 97,0 % dersom andre driftskostnader utgjør det historiske nivået i prosent av driftsinntekter på 1,4 %.

Pessimistisk anslag

I vårt pessimistiske anslag legges det til grunn at kostnadene relatert til fiskehelse for oppdrettsvirksomheten ikke blir bedret på kort sikt, til tross for satsingen på steril laks og utviklingen av offshore havoppdrett.

Vi identifiserte i PESTEL-analysen fôrknapphet som en mulig negativ faktor. Det ble videre i Porters rammeverk identifisert at den konsentrerte fôrbransjen kan tenkes å ha mulighet til å påvirke prisen på fiskefôr i sin favør. Disse faktorene ble videre kategorisert som trusler i SWOT-analysen. Vi legger derfor til grunn at NRS sitt fravær av fôrproduksjon kan medføre fôrknapphet, og dermed presse fôrprisen opp på kort sikt. Vi identifiserte videre lokaliseringen i Nord-Norge som et potensielt midlertidig fortrinn i SVIMA-analysen, men kategoriserte også manglende geografisk diversifisering som en svakhet i SWOT-analysen. Fordi NRS har størsteparten av sin virksomhet i Nord-Norge, vil de dermed være svært sårbare dersom denne regionen, til tross for de gunstige klimatiske forholdene, blir hardt rammet av laksesykdommer. Dette er mer å anse som et katastrofescenario, og ilegges derfor mindre vekt i vårt pessimistiske anslag. Videre legges varekostnaden for 2015 til grunn for anslaget for 2016, og kostnadsveksten inkluderer forholdene beskrevet over.

For salgsvirksomheten legger vi i det pessimistiske anslaget til grunn større tap på kundekontrakter, og dermed en varekostnad i prosent av driftsinntekter som er høyere enn perioden fra 2009 til 2012. Varekostnaden settes likevel noe lavere enn 2013 og 2014, fordi disse to årene var preget av høye ekstraordinære tap relatert til importrestriksjonene fra Russland.

Intervall for fremtidige varekostnader

Vi får dermed følgende intervall for fremtidige varekostnader på kort sikt:

Varekostnader	2009-2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Varekostnader i prosent av volum									
Region Nord	18,15								
Pessimistisk		21,30	21,62	21,94	22,27	22,61	22,95	23,29	23,64
Vekst		17,4 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %
Nøytralt		18,50	18,59	18,69	18,78	18,87	18,97	19,06	19,16
Vekst		1,9 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %
Optimistisk		17,00	17,00	17,00	17,00	17,00	17,00	17,00	17,00
Vekst		-6,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Region Sør	21,28								
Pessimistisk		26,90	27,30	27,71	28,13	28,55	28,98	29,41	29,85
Vekst		26,4 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %
Nøytralt		23,50	23,62	23,74	23,85	23,97	24,09	24,21	24,33
Vekst		10,4 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %
Optimistisk		19,50	19,50	19,50	19,50	19,50	19,50	19,50	19,50
Vekst		-8,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Varekostnader i prosent av driftsinntekter									
Salgsvirksomhet	97,8 %								
Pessimistisk		97,8 %	97,8 %	97,8 %	97,8 %	97,8 %	97,8 %	97,8 %	97,8 %
Nøytralt		97,3 %	97,3 %	97,3 %	97,3 %	97,3 %	97,3 %	97,3 %	97,3 %
Optimistisk		97,0 %	97,0 %	97,0 %	97,0 %	97,0 %	97,0 %	97,0 %	97,0 %

Tabell 28: Intervall for fremtidige varekostnader på kort sikt

Andre driftskostnader

Nøytralt anslag

I vårt nøytrale anslag for andre driftskostnader legges det for Region Nord og Sør til grunn at kostnader relatert til vedlikehold, lønn, forskning og utvikling holder samme nivå som i perioden 2013 til 2015. Denne perioden har noe høyere nivå enn perioden 2009 til 2012, men vi anser dette som naturlig grunnet den generelle lønnsveksten og inflasjon. Vi legger derfor til grunn en gjennomsnittsberegning av perioden fra 2013 til 2015 for å estimere andre driftskostnader for Region Nord og Sør i 2016. I den videre kostnadsutviklingen på kort sikt forventer vi på den ene siden en moderat inflasjon og lønnsvekst, dog noe lavere enn det historiske gjennomsnittet grunnet den pågående omstillingen i norsk økonomi. Vi forventer også at vedlikeholdskostnadene vil øke utover i perioden som følge av at materiellet blir eldre og dermed krever mer vedlikehold. På den andre siden forventer vi at en fremtidig volumvekst genererer større stordriftsfordeler som følge av en bedre kapasitetsutnyttelse av personellet og materiellet. I sum antar vi derfor at kostnadsveksten på kort sikt vil bli lav.

For salgsvirksomheten ble det i forrige delkapittel vist at andre driftskostnader kun utgjør en liten del av driftskostnadene, og har historisk sett vært stabile. Det legges i 2016 til grunn det gjennomsnittlige nivået fra perioden 2013 til 2015. Vi antar at den videre kostnadsveksten på kort sikt påvirkes av lønnsvekst og generell inflasjon, men at denne i stor grad blir motvirket av at stordriftsfordeler oppnås som følge av høyere kapasitetsutnyttelse av bygningsmassen og de ansatte i salgsvirksomheten.

Optimistisk anslag

I vårt optimistiske anslag legges det for Region Nord og Sør i 2016 til grunn et nivå tilsvarende den nedre delen av intervallet til det historiske nivået justert for inflasjon. Det antas videre at veksten blir påvirket av de samme faktorene som i det nøytrale anslaget, men vi legger til grunn en enda større effektivisering i vårt optimistiske anslag. Dette gir utslag i en lavere vekstfaktor på kort sikt.

For salgsvirksomheten legges det til grunn et noe lavere nivå enn det historiske nivået justert for inflasjon, og det benyttes dermed et nivå tilsvarende et inflasjonsjustert 2012-nivå. Vi antar også noe større stordriftsfordeler enn i det nøytrale anslaget, hvilket gir utslag i en enda lavere vekstfaktor.

Pessimistisk anslag

For Region Nord og Sør legger vi i vårt pessimistiske anslag til grunn et høyere nivå på kostnadene relatert til lønn og vedlikehold. Vi legger også til grunn at det er nødvendig med en enda større satsing på forskning og utvikling, hvilket medfører høyere kostnader. I vekstfaktoren legger vi til grunn at vedlikeholdskostnadene øker utover i perioden, samt at NRS i mindre grad klarer å oppnå stordriftsfordeler og effektivisering. Dette medfører en høyere vekstfaktor enn i det nøytrale anslaget.

Intervall for fremtidige andre driftskostnader

Vi får dermed følgende intervall for fremtidige andre driftskostnader på kort sikt:

Andre driftskostnader	2009-2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Andre driftskostnader i prosent av volum									
Region Nord	5,35								
Pessimistisk		7,00	7,11	7,21	7,32	7,43	7,54	7,65	7,77
Vekst		30,7 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %
Nøytralt		6,00	6,03	6,06	6,09	6,12	6,15	6,18	6,21
Vekst		12,1 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %
Optimistisk		4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Vekst		-15,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Region Sør	5,30								
Pessimistisk		7,00	7,11	7,21	7,32	7,43	7,54	7,65	7,77
Vekst		32,0 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %
Nøytralt		6,00	6,03	6,06	6,09	6,12	6,15	6,18	6,21
Vekst		13,2 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %
Optimistisk		4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Vekst		-15,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Salgsvirksomhet	0,55								
Pessimistisk		0,65	0,66	0,67	0,68	0,69	0,70	0,71	0,72
Vekst		18,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %
Nøytralt		0,60	0,60	0,61	0,61	0,61	0,62	0,62	0,62
Vekst		9,4 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %
Optimistisk		0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Vekst		-8,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Tabell 29: Intervall for fremtidige andre driftskostnader på kort sikt

Ekstraordinære hendelser

Nøytralt anslag

Vi identifiserte i normaliseringen av regnskapstallene i delkapittel 5.2 samt i forrige delkapittel at NRS historisk sett har hatt flere ekstraordinære hendelser, men nivået er imidlertid lavere enn de sammenlignbare virksomhetene. Vi legger til grunn en økning av oppdrettsvirksomheten i Nord-Norge, og antar derfor at det relative nivået av ekstraordinære biologiske hendelser ikke vil øke som følge av gode miljømessige forhold. NRS (2016b, s. 5-6) oppgir i kvartalsrapporten for fjerde kvartal 2015 at den generelle fiskehelse- og lusesituasjonen i Region Nord er god, og tilfredsstillende i Region Sør. Vi identifiserte også ekstraordinære tap på kontrakter tilknyttet Russland og Ukraina i 2013, 2014 og 2015. Denne situasjonen har stabilisert seg, og vi legger derfor til grunn et lavere anslag av ekstraordinære tap på kontrakter i fremtiden sammenlignet med denne perioden. Videre ble det historisk identifisert et lavt nivå av restruktureringskostnader, men det tas høyde for noe restruktureringskostnader på kort sikt. I vårt nøytrale anslag for konsernet legger vi derfor til grunn ekstraordinære hendelser tilsvarende det historiske gjennomsnittet, hvilket er lavere enn nivået for 2014 og 2015.

Optimistisk anslag

I vårt optimistiske anslag legges det til grunn at særlig forskningen på steril laks og utviklingen av offshore havoppdrett i samarbeid med Aker vil redusere de ekstraordinære biologiske hendelsene i enda større grad. Det legges dermed til grunn ekstraordinære hendelser tilsvarende nivået i 2013, som historisk sett var et lavt nivå.

Pessimistisk anslag

I det pessimistiske anslaget legges det til grunn at den biologiske situasjonen til NRS forverres. Det antas likevel at den gunstige lokaliseringen i Nord-Norge medfører at ekstraordinære biologiske hendelser blir lavere enn nivået til de sammenlignbare virksomhetene. Dermed legger vi til grunn at ekstraordinære hendelser på kort sikt blir noe høyere enn det historiske gjennomsnittet, tilsvarende nivået i 2015.

Intervall for fremtidige ekstraordinære hendelser

Dette gir følgende intervall for fremtidige ekstraordinære hendelser på kort sikt:

Ekstraordinære hendelser	2009-2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ekstraordinære hendelser i prosent av driftsinntekter									
Konsern	1,1 %								
Pessimistisk		1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %
Nøytralt		1,1 %	1,1 %	1,1 %	1,1 %	1,1 %	1,1 %	1,1 %	1,1 %
Optimistisk		0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %

Tabell 30: Intervall for fremtidige ekstraordinære hendelser på kort sikt

Implisitte driftskostnader og EBITDA-margin

Det pessimistiske, nøytrale og optimistiske anslaget for driftskostnader i absolutte størrelser beregnes med utgangspunkt i det nøytrale anslaget for driftsinntekter. Tabell 31 illustrerer det implisitte intervallet for driftskostnadene og de ekstraordinære hendelsene på kort sikt:

Estimerter driftskostnader	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Region Nord									
Konsern	- 669 965								
Pessimistisk		- 605 620	- 947 909	- 1 137 059	- 1 154 115	- 1 410 218	- 1 502 940	- 1 601 758	- 1 707 074
Nøytralt		- 524 300	- 812 543	- 965 079	- 969 904	- 1 173 454	- 1 238 287	- 1 306 702	- 1 378 898
Optimistisk		- 460 100	- 709 500	- 838 500	- 838 500	- 1 009 425	- 1 059 896	- 1 112 891	- 1 168 536
Region Sør									
Konsern	- 173 939								
Pessimistisk		- 203 400	- 206 451	- 209 548	- 212 691	- 215 881	- 230 076	- 245 203	- 261 325
Nøytralt		- 177 000	- 177 885	- 178 774	- 179 668	- 180 567	- 190 543	- 201 070	- 212 180
Optimistisk		- 144 000	- 144 000	- 144 000	- 144 000	- 144 000	- 151 200	- 158 760	- 166 698
Salgsvirksomhet									
Konsern	-3 144 720								
Pessimistisk		-3 883 165	-4 226 646	-3 911 481	-3 398 393	-3 682 631	-3 778 159	-3 935 616	-4 102 061
Nøytralt		-3 860 166	-4 200 821	-3 886 366	-3 375 310	-3 656 900	-3 751 052	-3 906 752	-4 071 325
Optimistisk		-3 841 649	-4 179 878	-3 865 531	-3 355 794	-3 635 382	-3 728 660	-3 883 263	-4 046 677
Estimerte ekstraord. hendelser									
Konsern	- 48 305								
Pessimistisk		- 49 269	- 53 476	- 48 260	- 41 021	- 41 021	- 41 021	- 41 637	- 42 261
Nøytralt		- 43 183	- 46 953	- 43 354	- 37 573	- 40 699	- 41 742	- 43 479	- 45 316
Optimistisk		- 32 152	- 36 060	- 32 273	- 28 951	- 31 440	- 32 228	- 34 450	- 35 908

Tabell 31: Intervall for fremtidige driftskostnader og ekstraordinære hendelser på kort sikt

Dette gir følgende EBITDA-margin på kort sikt:

EBITDA-margin	2008-2015	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Inkludert ekstraordinære hendelser										
Konsern	6,1 %	8,4 %								
Pessimistisk			14,5 %	16,3 %	12,6 %	6,5 %	6,7 %	6,1 %	6,3 %	6,5 %
Nøytralt			18,0 %	20,9 %	18,5 %	13,6 %	14,7 %	14,9 %	15,6 %	16,3 %
Optimistisk			21,2 %	24,9 %	23,4 %	19,3 %	21,0 %	21,4 %	22,4 %	23,4 %
Ekskludert ekstraordinære hendelser										
Konsern	6,4 %	9,2 %								
Pessimistisk			15,7 %	17,6 %	13,8 %	7,7 %	7,8 %	7,2 %	7,4 %	7,5 %
Nøytralt			19,1 %	22,0 %	19,6 %	14,7 %	15,8 %	16,0 %	16,7 %	17,4 %
Optimistisk			22,0 %	25,7 %	24,2 %	20,2 %	21,8 %	22,3 %	23,3 %	24,2 %

Tabell 32: Intervall for fremtidig EBITDA-margin på kort sikt

2024-2028 og 2029: Mellomlang og lang sikt

EBITDA-margin

Ekstraordinære hendelser inkluderes videre i EBITDA-marginen på mellomlang og lang sikt.

Nøytralt anslag

EBITDA-marginen anses å stabilisere seg til et normalnivå i 2024, og på mellomlang og lang sikt legges det til grunn en EBITDA-margin på 16,5 %. Dette anslaget følger trenden på kort sikt, men er betydelig høyere enn den historiske EBITDA-marginen (inkludert ekstraordinære biologiske hendelser) til NRS på 6,1 % i perioden 2008 til 2015. Forrige delkapittel viste at hovedgrunnen til de lave EBITDA-marginene for NRS i perioden 2008 til 2015 i hovedsak skyldtes en stor andel ren salgsvirksomhet, men denne anses å bli betydelig redusert som følge av den videre ekspansjonen av oppdrettsvirksomheten. Videre argumenterer vi for en høyere EBITDA-margin enn det historiske nivået til de sammenlignbare virksomhetene på 15,9 %, i hovedsak som følge av kostnadsreduksjoner som følge av stordriftsfordeler, læringseffekter og bedre miljømessige forhold.

Grunnet syklikaliteten til bransjen sin påvirkning på driftsinntektene, er det mindre sannsynlig at EBITDA-marginen vil holde et stabilt nivå på mellomlang og lang sikt. Likevel anser vi anslaget som et godt estimat på den gjennomsnittlige EBITDA-marginen gjennom perioden.

Optimistisk anslag

Vårt optimistiske anslag legger til grunn tilsvarende laksepris og volum som det nøytrale anslaget. Det legges til grunn at EBITDA-marginen på mellomlang og lang sikt vil stabilisere seg til et noe lavere nivå enn den gjennomsnittlige EBITDA-marginen i det optimistiske anslaget på kort sikt.

Pessimistisk anslag

Vårt pessimistiske anslag legger også til grunn tilsvarende laksepris og volum som det nøytrale og optimistiske anslaget. Det antas at EBITDA-marginen stabiliserer seg tilsvarende den gjennomsnittlige EBITDA-marginen i det pessimistiske anslaget på kort sikt.

Intervall for fremtidig EBITDA-margin

Vi får dermed følgende intervall for fremtidig EBITDA-margin på mellomlang og lang sikt:

EBITDA-margin	2008-2015	2016-2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Konsern	6,1 %							
Pessimistisk		9,4 %	9,4 %	9,4 %	9,4 %	9,4 %	9,4 %	9,4 %
Nøytralt		16,6 %	16,5 %	16,5 %	16,5 %	16,5 %	16,5 %	16,5 %
Optimistisk		22,1 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %

Tabell 33: Intervall for fremtidig EBITDA-margin på mellomlang og lang sikt

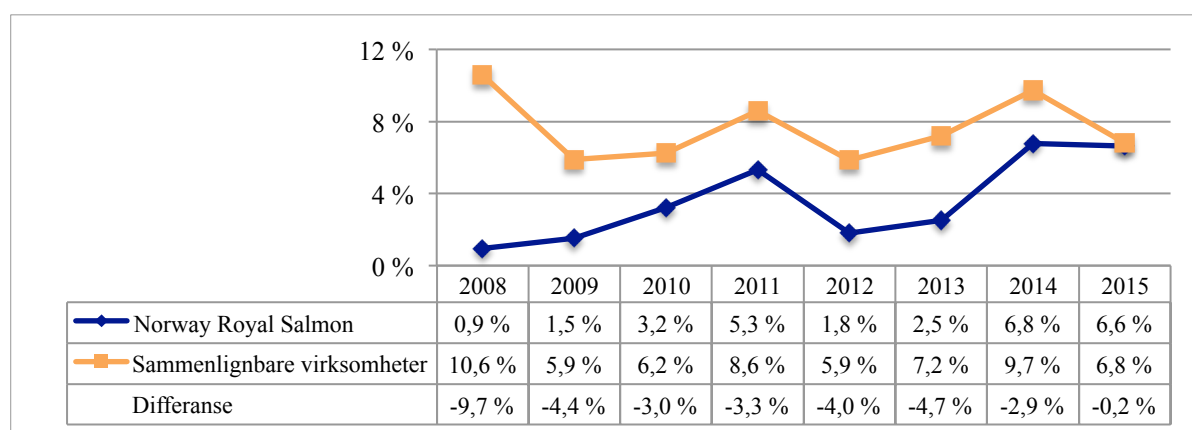
6.3 Investeringer

6.3.1 Historisk analyse av investeringer

For å opprettholde vekst er NRS avhengige av å inneha et visst investeringsnivå. Investeringer er utgifter som er ment å generere fordeler over flere perioder (Damodaran, 2012, s. 232), og eksempler på dette kan være nye konsesjoner og nytt materiell som fremover vil generere inntekter. Vi benytter netto normaliserte investeringer fra kontantstrømoppstillingen som estimat for å beregne normalt historisk investeringsnivå i prosent av driftsinntekter, hvor engangsforhold som salg av virksomheter holdes utenfor (Kinserdal, 2015b, s. 5). Det historiske investeringsnivået vises i følgende tabell og figur:

Investeringer	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Avskrivninger	- 6 158	- 12 475	- 18 555	- 26 043	- 30 449	- 33 728	- 41 412	- 53 697
% av driftsinntekter	0,5 %	0,8 %	0,9 %	1,5 %	1,7 %	1,3 %	1,6 %	1,7 %
Innbetaling ved salg av varige driftsmidler	-	455	940	2 213	3 050	48	-	157
Utbetaling ved kjøp av varige driftsmidler: Konsesjoner	-	- 12 000	-	- 4 600	-	-	- 51 200	- 94 800
Utbetaling ved kjøp av varige driftsmidler: Rest	- 12 725	- 13 068	- 65 751	- 89 803	- 34 747	- 65 399	- 125 512	- 117 950
Netto investeringer	- 12 725	- 24 613	- 64 811	- 92 190	- 31 697	- 65 351	- 176 712	- 212 593
% av driftsinntekter	0,9 %	1,5 %	3,2 %	5,3 %	1,8 %	2,5 %	6,8 %	6,6 %

Tabell 34: Historisk investeringsnivå NRS



Figur 44: Historisk investeringsnivå i prosent av driftsinntekter

NRS og de sammenlignbare virksomhetene har et gjennomsnittlig investeringsnivå i prosent av driftsinntektene på henholdsvis 3,6 % og 7,6 %. En forklaring på det relativt lave

investeringsnivået til NRS kan være den store andelen driftsinntekter fra salg av eksternt oppdrettet laks. Salgsvirksomheten er mindre kapitaltung og krever dermed færre investeringer relativt til inntektene. NRS oppgir imidlertid i flere av sine årsrapporter at det er gjort betydelige nyinvesteringer innen driftsutstyr. Dette samsvarer med at investeringsnivået fra kontantstrømmene er høyere enn avskrivningsnivået, hvilket tilsier at investeringsnivået har vært høyt de siste årene. Det er også foretatt investeringer i nye konsesjoner i 2009, 2011 og 2014/2015 på henholdsvis 12 MNOK, 5 MNOK og 146 MNOK. Investeringen i konsesjoner på 146 MNOK er fordelt på 2014 og 2015, og disse to årene har dermed det høyeste investeringsnivået på henholdsvis 6,8 % og 6,6 % av driftsinntektene. I absolutte tall ser vi en oppadgående trend i netto investeringsnivå fra 2008 til 2014, med unntak av 2012. Dette året hadde lav inntjening, og NRS anser investeringsnivået på 1,8 % som et mer moderat investeringsnivå enn tidligere år (Norway Royal Salmon, 2013, s. 34). Økningen i investeringer er naturlig med tanke på overgangen fra ren salgsvirksomhet til den mer kapitaltunge oppdrettsvirksomheten.

6.3.2 Fremtidig prognose av investeringer

Videre estimeres det fremtidige prognoseintervallet for investeringsnivået. Vi estimerer også her et nøytralt, optimistisk og pessimistisk anslag. Med optimistisk og pessimistisk anslag mener vi et henholdsvis høyt og lavt investeringsnivå.

Nøytralt anslag

For 2016 legger vi i det nøytrale anslaget til grunn NRS (2016b, s. 8) sitt estimerte investeringsnivå på 75 MNOK. På kort, mellomlang og lang sikt legger vi videre til grunn et gjennomsnittlig investeringsnivå på 4,0 %. Dette er noe høyere enn det gjennomsnittlige nivået i perioden 2008 til 2015, men likevel lavere enn gjennomsnittet til de sammenlignbare virksomhetene i samme periode. Dermed legger vi til grunn at NRS vil øke sitt gjennomsnittlige investeringsnivå som følge av en større andel oppdrettsvirksomhet, og inkluderer også forventninger om kjøp av nye konsesjoner. Det understrekes at dette er et anslag på et gjennomsnittsnivå. År der det investeres i nye konsesjoner vil dermed ha et høyere investeringsnivå, og år uten investeringer i nye konsesjoner vil ha et lavere investeringsnivå.

Det legges også til grunn en engangsinvestering relatert til samarbeidsprosjektet med Aker om å utvikle et nytt offshore oppdrettsanlegg. Dette er tidligere beskrevet i delkapittel 2.2.3,

og har et estimert investeringsnivå i underkant av 900 MNOK. Vi antar at investeringen deles i henhold til eierandelen i prosjektet (Dagens Næringsliv, 2016). Engangsinvesteringen for NRS utgjør dermed 225 MNOK i 2017 og 225 MNOK i 2018, utover det normale investeringsnivået på 4,0 %.

Optimistisk anslag

I det optimistiske anslaget legger vi i 2016 også til grunn NRS sitt estimerte investeringsnivå. På kort, mellomlang og lang sikt legges det til grunn en betydelig ekspansjon, hvilket medfører et høyt nivå på investeringer i nye konsesjoner og nytt materiell. Vi inkluderer også engangsinvesteringen i 2017 og 2018 relatert til samarbeidsprosjektet med Aker.

Pessimistisk anslag

NRS sitt estimerte investeringsnivå for 2016 legges også til grunn i dette anslaget, og videre på kort, mellomlang og lang sikt legges det til grunn et gjennomsnittlig historisk investeringsnivå tilsvarende det historiske gjennomsnittet i perioden 2008 til 2015. Det antas dermed en videre vekst med investeringer i nye konsesjoner og nytt materiell, men denne er imidlertid noe lavere enn i det nøytrale anslaget. Engangsinvesteringene i 2017 og 2018 relatert til samarbeidsprosjektet med Aker, inkluderes ikke i dette anslaget.

Intervall for fremtidige investeringer

Vi får dermed følgende intervall for fremtidige investeringer på kort, mellomlang og lang sikt:

Investeringer	2008-2015	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
Konsern	3,6 %	6,6 %									
Pessimistisk			2,3 %	3,6 %	3,6 %	3,6 %	3,6 %	3,6 %	3,6 %	3,6 %	
Nøytralt			2,3 %	8,1 %	8,1 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	
Optimistisk			2,3 %	8,6 %	8,6 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	
						2024	2025	2026	2027	2028	2029
Pessimistisk						3,6 %	3,6 %	3,6 %	3,6 %	3,6 %	3,6 %
Nøytralt						4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %
Optimistisk						4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %

Tabell 35: Intervall for fremtidige investeringer på kort, mellomlang og lang sikt

Dette utgjør et gjennomsnittlig investeringsnivå for det nøytrale, optimistiske og pessimistiske anslaget på henholdsvis 4,5 % , 4,9 % og 3,5 %.

6.4 Arbeidskapital

6.4.1 Historisk analyse av arbeidskapital

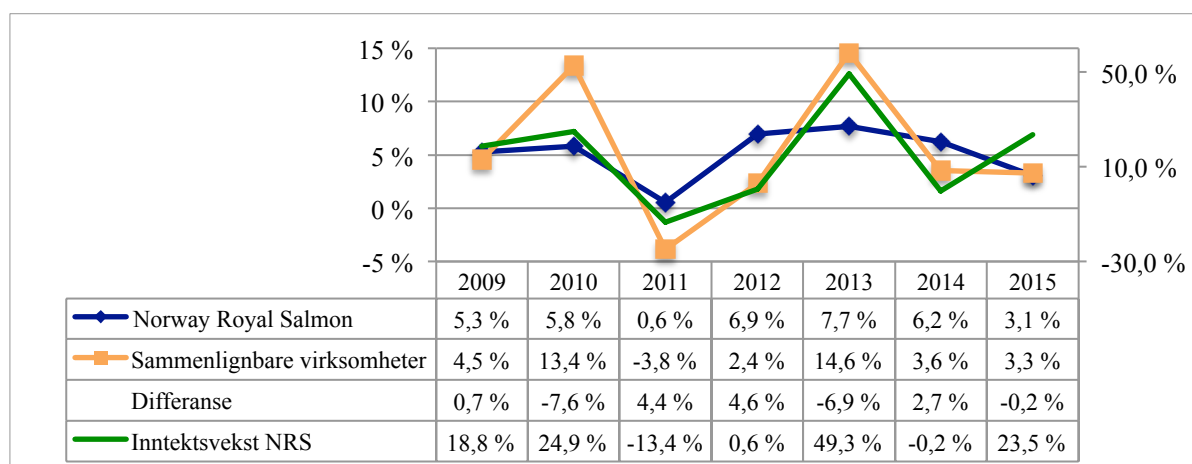
En generell definisjon av arbeidskapital er (Kaldestad og Møller, 2015, s. 148):

$$\text{Arbeidskapital} = \text{Kortsiktige eiendeler} - \text{Kortsiktige forpliktelser}$$

En mer spesifikk definisjon er ”kapital som bindes opp i forbindelse med den daglige driften, og oppnår sin avkastning gjennom driftsresultatet” (Kaldestad og Møller, 2015, s. 135). De kortsiktige eiendelene som inngår i arbeidskapitalen hos NRS og de sammenlignbare virksomhetene er *driftsrelatert kontantbeholdning, varelager, biologiske eiendeler, kundefordringer* og *til gode offentlige avgifter*. De kortsiktige forpliktelsene som inngår er *leverandørgjeld, betalbar skatt, skyldige offentlige avgifter* og *annen kortsiktig gjeld* (Kaldestad og Møller, 2015, s. 138). Annen kortsiktig gjeld består av poster som feriepenger, lønn og bonus, og kan grovt estimeres til 10 % av lønnskostnadene (Kinserdal, 2015a, s. 16). Endringen i netto arbeidskapital har en kontantstrømeffekt, og er i hovedsak drevet av driftsinntekter (Kaldestad og Møller, 2015, s. 82). Vi analyserer derfor endringen av netto arbeidskapital i prosent av driftsinntekter:

Arbeidskapital	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsrelatert kontantbeholdning	22 532	1 810	4 748	6 205	9 854	53 732	61 494	201 339
Varelager	14 813	9 614	15 219	18 851	20 816	27 038	40 270	38 671
Biologiske eiendeler	125 175	256 142	385 975	387 880	525 739	639 238	808 674	831 888
Kundefordringer	156 326	213 397	253 912	227 901	286 918	412 148	421 691	465 441
Til gode offentlige avgifter	6 773	9 448	23 057	18 071	12 507	31 552	27 030	32 700
Leverandørgjeld	- 101 854	- 180 726	- 254 338	- 219 868	- 292 655	- 382 944	- 426 331	- 530 430
Betalbar skatt	-	-	- 1 136	-	- 780	- 8 313	- 2 031	- 3 180
Skyldige offentlige avgifter	- 3 509	- 4 031	- 3 356	- 4 034	- 5 126	- 13 659	- 7 795	- 13 941
Annen kortsiktig gjeld: Feriepenger, lønn, bonus, m.m.	- 2 397	- 3 373	- 4 715	- 6 029	- 7 166	- 8 534	- 10 445	- 11 303
Netto arbeidskapital	217 859	302 281	419 366	428 977	550 107	750 258	912 557	1 011 185
Endring i arbeidskapital		84 422	117 086	9 611	121 130	200 151	162 298	98 629
% av driftsinntekter		5,3 %	5,8 %	0,6 %	6,9 %	7,7 %	6,2 %	3,1 %

Tabell 36: Historisk endring i arbeidskapital NRS



Figur 45: Historisk endring i arbeidskapital i prosent av driftsinntekter

NRS og de sammenlignbare virksomhetene har en gjennomsnittlig årlig endring i netto arbeidskapital i prosent av driftsinntekter på henholdsvis 5,1 % og 5,4 %. Vi finner videre at endringen i netto arbeidskapital og inntektsveksten har en korrelasjonskoeffisient på 0,5, hvilket tilsier en moderat korrelasjon.

6.4.2 Fremtidig prognose av arbeidskapital

Videre defineres det fremtidige prognoseintervallet for endringen i arbeidskapitalen på kort, mellomlang og lang sikt. Det optimistiske og pessimistiske anslaget betyr her en henholdsvis høy og lav prosentsats.

Nøytralt anslag

I henhold til *IAS 41 Landbruk* vurderes levende fisk til virkelig verdi fratrukket estimerte slakte- og salgskostnader (Norway Royal Salmon, 2015a, s. 71). Det legges i det nøytrale anslaget til grunn økt produksjonskapasitet og utsetting av settefisk, hvilket medfører at de biologiske eiendelene øker mer enn slaktevolumet. Dette vil øke omløpsmidlene, og dermed også arbeidskapitalen. Dermed legges det i det nøytrale anslaget for kort, mellomlang og lang sikt til grunn et historisk nivå tilsvarende perioden 2008 til 2015, hvilket også er i samme størrelsesorden som de sammenlignbare virksomhetene.

Optimistisk anslag

For det optimistiske anslaget antas det i enda større grad økt produksjonskapasitet og utsetting av settefisk, noe som medfører en gjennomsnittlig endring i arbeidskapitalen tilsvarende det øvre intervallet av det historiske gjennomsnittet i perioden 2008 til 2015.

Pessimistisk anslag

I det pessimistiske anslaget legges det til grunn en lavere vekst i omløpsmidlene, og det antas dermed en lavere prosentsats enn det historiske gjennomsnittet.

Intervall for fremtidig arbeidskapital

Dette gir følgende intervall for fremtidig arbeidskapital på kort, mellomlang og lang sikt:

Arbeidskapital	2008-2015	2015	2016-2023	2024-2028	2029
Konsern	5,1 %	3,1 %			
Pessimistisk			2,0 %	2,0 %	2,0 %
Nøytralt			5,0 %	5,0 %	5,0 %
Optimistisk			6,0 %	6,0 %	6,0 %

Tabell 37: Intervall for fremtidig endring i arbeidskapital på kort, mellomlang og lang sikt

7. Balanseorientert kreditrisikoanalyse

For å analysere virksomhetens kreditrisiko gjennomføres det i dette kapitlet en *kortsiktig likviditetsanalyse* og en *langsiktig soliditetsanalyse*. Begge analysene er indikatorer på virksomhetens evne til å tilbakebetale utestående gjeld, men på forskjellige forfallsdatoer (Penman, 2015, s. 684). De estimerte forholdstallene sammenlignes deretter med forholdstallene til en virksomhet med BBB-rating, da dette er en rating som karakteriserer en gjennomsnittlig virksomhet (Koller mfl., 2010, s. 495). Basert på denne analysen tallfestes kreditrisikoen i form av en *syntetisk rating*, som i neste kapittel benyttes til å fastsette avkastningskravet til netto finansiell gjeld.

7.1 Kortsiktig likviditetsanalyse

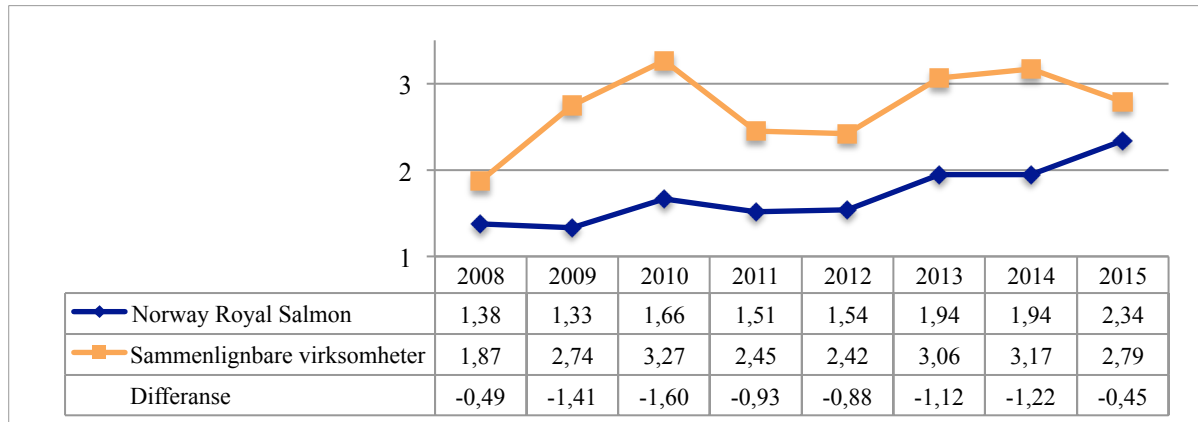
Informasjon om virksomhetens evne til å inneha nok likviditet til å betale utestående gjeld i nær fremtid er relevant for kortsiktige kreditorer. En virksomhet kan ikke overleve på lang sikt uten å overleve på kort sikt, og langsiktige kreditorer har derfor også en interesse i den kortsiktige likviditeten (Penman, 2013, s. 684). Den kortsiktige likviditeten analyseres ved de balanseorienterte forholdstallene *likviditetsgrad 1* og *likviditetsgrad 2*.

7.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 gir informasjon om virksomhetens historiske evne til å nedbetale kortsiktig gjeld med kortsiktige eiendeler. Denne beregnes på følgende måte:

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

En gjennomsnittlig BBB-ratet virksomhet har likviditetsgrad 1 lik 1,7 (Knivsflå, 2016a, s. 86), og en tommelfingerregel foreslår at virksomheter bør inneha en likviditetsgrad 1 lik 2,0 (Damodaran, 2012, s. 49).



Figur 46: Likviditetsgrad 1

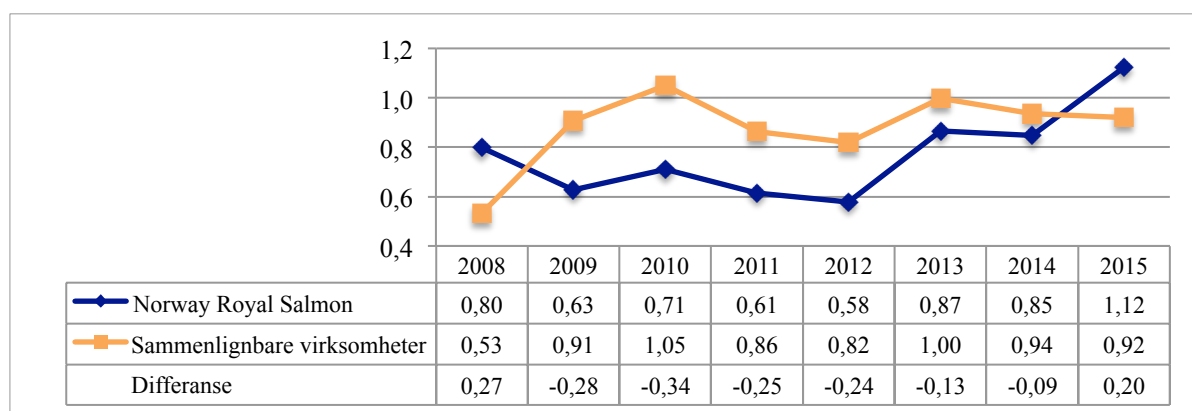
NRS og de sammenlignbare virksomhetene har en gjennomsnittlig årlig likviditetsgrad 1 på henholdsvis 1,71 og 2,72. Omløpsmidlene i oppdrettsbransjen består i stor grad av biologiske eiendeler, og grunnet den lange tilvirkningstiden på to til tre år er store deler av de biologiske eiendelene ikke tilgjengelige for salg. Figuren viser også at NRS har en lavere likviditetsgrad 1 enn gjennomsnittet av de sammenlignbare virksomhetene gjennom hele perioden. Likevel har likviditetsgrad 1 i 2015 passert 2,0, hvilket tilsier at virksomheten har tilstrekkelig med midler for å kunne betjene den kortsiktige gjelden. Oppsummert anser vi at NRS har tilstrekkelig likviditet basert på likviditetsgrad 1.

7.1.2 Likviditetsgrad 2

Videre beregnes likviditetsgrad 2 ved å trekke ut biologiske eiendeler og annet varelager fra omløpsmidlene. Det er da de mest likvide midlene som gjenstår:

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

En gjennomsnittlig BBB-ratet virksomhet bør ha likviditetsgrad 2 lik 1,0 eller høyere (Damodaran, 2012, s. 49).



Figur 47: Likviditetsgrad 2

NRS og de sammenlignbare virksomhetene har en gjennomsnittlig årlig likviditetsgrad 2 på henholdsvis 0,77 og 0,88. Figuren viser at NRS i store deler av analyseperioden har hatt lavere likviditetsgrad 2 enn gjennomsnittet av de sammenlignbare virksomhetene, der både NRS og gjennomsnittet av de sammenlignbare virksomhetene primært ligger under 1,0. Deler av veksten til NRS skyldes oppkjøp av virksomheter, hvilket er kostbart og preger likviditeten negativt. Videre har den årlige økningen i slaktet volum ført til at tilgjengelig likviditet har blitt investert i smolt for å øke produksjonen. NRS har imidlertid vist en god økning siden 2012, og hadde i 2015 en likviditetsgrad 2 på godt over 1,0. Dette skyldes i hovedsak økning av kontantbeholdningen grunnet et godt resultat, samt en reduksjon i kortsiktig rentebærende gjeld. Oppsummert anser vi at NRS historisk har hatt en lav likviditetsgrad 2, men utviklingen har fra 2012 vært god.

7.2 Langsiktig soliditetsanalyse

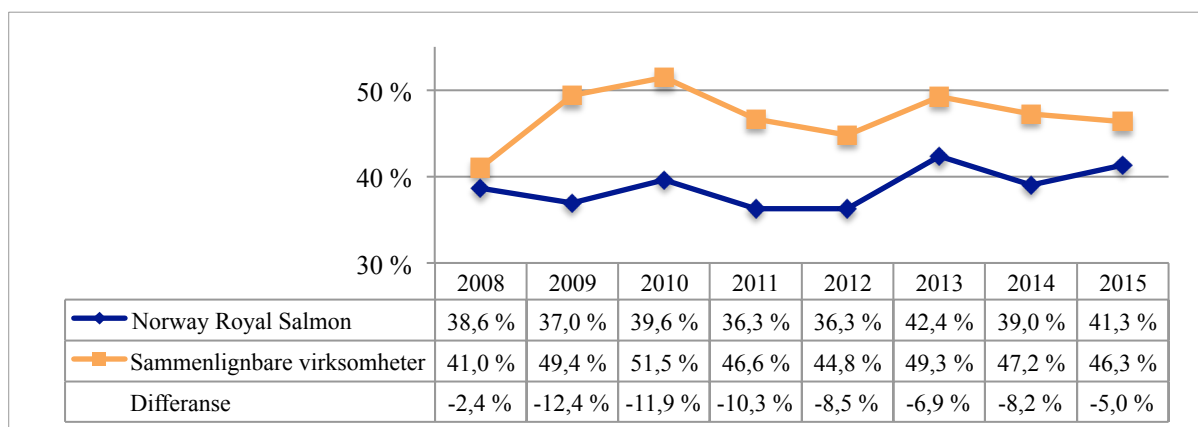
Langsiktige kreditorer overvåker virksomhetens kortsiktige likviditet, men er primært interessert i virksomhetens evne til å innfri sine forpliktelser lengre frem i tid (Penman, 2015, s. 686). Tap føres mot egenkapitalen, og *egenkapitalandelen* vil derfor være en buffer mot fremtidige tap og konkurs. Likviditet og soliditet er i stor grad drevet av driften, og driftsrelaterte forholdstall som *Gjeld/EBITDA* og *EBITDA-rentabilitet* kan således være gode indikatorer på kredittrisiko (Penman, 2015, s. 687). Vi vil derfor videre analysere forholdstallene egenkapitalandel, Gjeld/EBITDA og EBITDA-rentabilitet.

7.2.1 Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen er et mål på hvor stor andel av virksomheten som er finansiert med egenkapital. I en kredittrisikooanalyse defineres egenkapitalandelen som følger (Penman, 2013, s. 686):

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Bokført verdi egenkapital}}{\text{Bokført verdi egenkapital} + \text{Gjeld}}$$

En gjennomsnittlig BBB-ratet virksomhet har egenkapitalandel lik 44 % (Knivsflå, 2016a, s. 86).



Figur 48: Egenkapitalandel

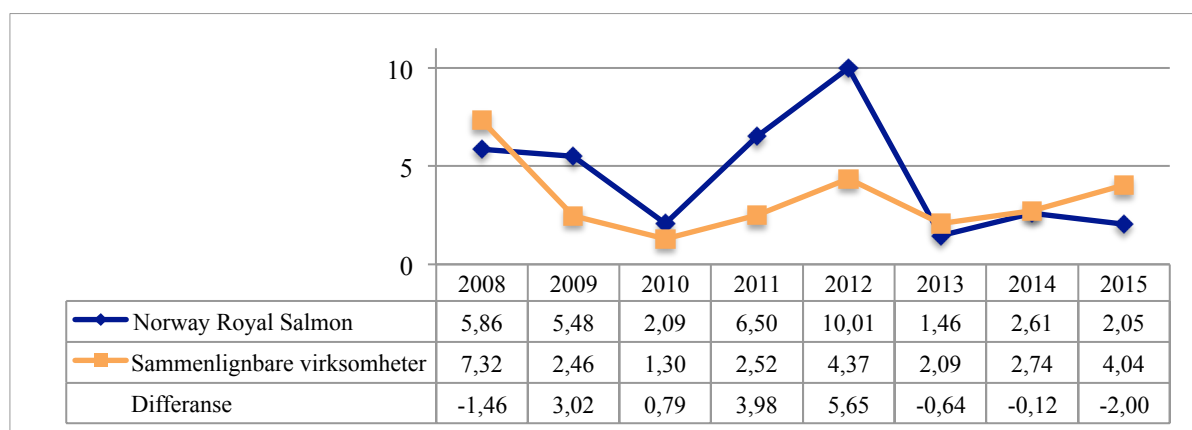
NRS og de sammenlignbare virksomhetene har en gjennomsnittlig årlig egenkapitalandel på henholdsvis 38,8 % og 47,0 %. Figuren viser at egenkapitalandelen til NRS er lavere enn gjennomsnittet av de sammenlignbare virksomhetene i hele perioden. Oppdrettsbransjen er syklisk, og en høy egenkapitalandel kan derfor skjerme långiverne for tap. På bakgrunn av dette har NRS historisk vært dårligere stilt ovenfor fremtidige tap enn konkurrentene. Egenkapitalandelen er sensitiv ovenfor lakseprisen grunnet virkelig verdijustering av biologiske eiendeler. Vi ser at både NRS og de sammenlignbare virksomhetene har en reduksjon i egenkapitalandelen i 2011 og 2012, og dette skyldes i hovedsak den lave lakseprisen. NRS valgte å ikke betale ut utbytte disse to årene, og det fremgår videre av utbyttepolitikken beskrevet i årsrapportene fra og med 2013 at egenkapitalandelen ikke skal være lavere enn 40 %. Oppsummert anser vi dermed egenkapitalandelen til NRS som tilfredsstillende.

7.2.2 Gjeld/EBITDA

For å se soliditeten i sammenheng med driftsresultatet analyseres forholdstallet Gjeld/EBITDA. Dette beregnes på følgende måte:

$$Gjeld/EBITDA = \frac{Gjeld}{Normalisert\ EBITDA}$$

En gjennomsnittlig BBB-ratet virksomhet har Gjeld/EBITDA lik 2,2 (Damodaran, 2012, s. 80).



Figur 49: Gjeld/EBITDA

NRS og de sammenlignbare virksomhetene har en gjennomsnittlig årlig Gjeld/EBITDA på henholdsvis 4,51 og 3,35. NRS har høy Gjeld/EBITDA de årene der EBITDA-marginene er lave, og vi ser at NRS har hatt lavere Gjeld/EBITDA enn de sammenlignbare virksomhetene siden 2013. Oppsummert anser vi forholdstallet Gjeld/EBITDA periodevis som noe høyt i forhold til de sammenlignbare virksomhetene, men utviklingen har vært god etter 2012.

7.2.3 EBITDA-rentabilitet

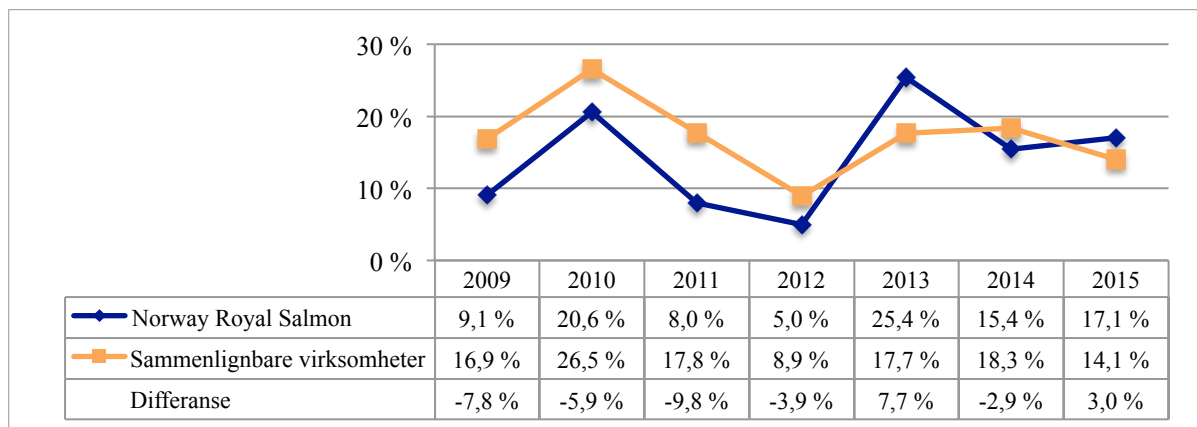
EBITDA-rentabiliteten viser avkastningen på driftsrelaterte eiendeler. En svak lønnsomhet vil påvirke egenkapitalen negativt, og dermed påvirke virksomhetens evne til å stå imot tap på lengre sikt. Vi definerte i delkapittel 6.2.1 EBITDA-rentabilitet på følgende måte:

$$EBITDA\text{-rentabilitet} = \frac{\text{Normalisert } EBITDA_t}{\left(\frac{NDE_{t-1} + NDE_t}{2}\right)}$$

der:

$NDE = \text{Netto driftsrelaterede eiendeler} = \text{Driftsrelaterede eiendeler} - \text{Driftsrelatert gjeld}$

For å definere et normalnivå av EBITDA-rentabilitet, tas det utgangspunkt i Knivsflås (2016a, s. 86) historiske analyse av netto driftsrentabilitet. Dette rentabilitetsmålet er høyt korrelert med EBITDA-rentabilitet. Med bakgrunn i en estimert korrelasjonskoeffisient på 1,0 estimerer vi en gjennomsnittlig BBB-ratet virksomhet til å ha EBITDA-rentabilitet lik 13,1 %.



Figur 50: EBITDA-rentabilitet

NRS og de sammenlignbare virksomhetene har en historisk årlig EBITDA-rentabilitet på henholdsvis 14,4 % og 17,2 %. Denne er særdeles volatil, og høyt korrelert med lakseprisen. Vi argumenterte i delkapittel 6.2.1 at NRS totalt sett har hatt høyere driftskostnader enn de sammenlignbare virksomhetene, hvilket alt annet like preger EBITDA-rentabiliteten negativt. Det ble også vist at EBITDA-rentabiliteten er et produkt av EBITDA-marginen og omløpshastigheten. Oppdrettsvirksomheten til NRS har betydelig høyere EBITDA-marginer enn salgsvirksomheten, men de lave marginene til salgsvirksomheten blir til en viss grad utlignet av en høy omløpshastighet. Den økte andelen innen oppdrett vil dermed slå positivt ut på EBITDA-rentabiliteten i perioder med høy laksepris. Oppsummert anser vi EBITDA-rentabiliteten som periodevis veldig lav, men totalt sett tilfredsstillende.

7.3 Syntetisk rating

Kredittrisikoen oppsummeres ved at den karakterettes fra AAA (best) til D (dårligst) (Koller mfl., 2010, s. 494). Dette kalles syntetisk rating, og gir et bilde av virksomhetens muligheter til å møte fremtidige finansielle forpliktelser. Virksomheter betaler de store kredittratingsselskapene som Standard & Poor's, Moody's og Fitch for å lage en rating av deres virksomhet. Det er ikke uvanlig at mindre virksomheter ikke innehar kredittrating fra de store kredittratingsselskapene, og kredittratingsselskapene kan dessuten ha incentiver til å gi virksomhetene en god rating for å få dem som betalende kunder (Coval mfl., 2009, s. 21). Derfor ønsker vi selv å utarbeide en syntetisk rating basert på forholdstallanalysen. Denne ratingen forteller hvor stor konkurssansynlighet hver enkelt virksomhet har, hvilket påvirker virksomhetens tilgang på kredittmarkedet og kredittrisikopåslaget som må betales på lånerenten (Koller mfl., 2010, s. 498-499).

Vi kombinerer Damodaran (2012, s. 80) sin kategorisering av forholdstall til ulike ratingklasser med Knivsflå (2016a, s. 86) sitt forslag til utarbeidelse av syntetisk rating tilpasset norske forhold, og utarbeider følgende tabell for å kartlegge en syntetisk rating basert på forholdstallene likviditetsgrad 1, egenkapitalandel, Gjeld/EBITDA og EBITDA-rentabilitet:

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
Likviditetsgrad 1							
Median	11,60	6,20	3,00	1,70	1,20	0,90	0,60
Grenseverdi	8,90	4,60	2,35	1,45	1,05	0,75	0,55
Egenkapitalandel							
Median	94,0 %	85,0 %	66,0 %	44,0 %	32,0 %	22,0 %	13,0 %
Grenseverdi	89,5 %	75,5 %	55,0 %	38,0 %	27,0 %	17,5 %	10,5 %
Gjeld/EBITDA							
Median	0,40	0,90	1,50	2,20	3,10	5,50	8,60
Grenseverdi	0,60	1,20	1,80	2,55	4,30	7,10	10,10
EBITDA-rentabilitet							
Median	38,5 %	30,1 %	20,1 %	13,1 %	10,3 %	7,5 %	4,7 %
Grenseverdi	34,3 %	25,1 %	16,6 %	11,7 %	8,9 %	6,1 %	3,3 %

Tabell 38: Historisk median og grenseverdi til forholdstall i ulike ratingklasser

Basert på tabellen over estimeres følgende syntetiske rating for NRS og de sammenlignbare virksomhetene:

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Vektet gjennomsnitt
Norway Royal Salmon									
Likviditetsgrad 1	1,38 BB	1,33 BB	1,66 BBB	1,51 BBB	1,54 BBB	1,94 BBB	1,94 BBB	2,34 BBB	1,71 BBB
Egenkapitalandel	38,6 % BBB	37,0 % BB	39,6 % BBB	36,3 % BB	36,3 % BB	42,4 % BBB	39,0 % BBB	41,3 % BBB	38,8 % BBB
Gjeld/EBITDA	5,86 B	5,48 B	2,09 BBB	6,50 B	10,01 CCC	1,46 A	2,61 BB	2,05 BB	4,51 B
EBITDA-rentabilitet		9,1 % BB	20,6 % A	8,0 % B	5,0 % CCC	25,4 % AA	15,4 % BBB	17,1 % A	14,4 % BBB
Gjennomsnittsrating	BB	BB	BBB	BB	BB	A	BBB	BBB	BBB-
Sammenlignbare virksomheter, gjennomsnitt									
Likviditetsgrad 1	1,87 BBB	2,74 A	3,27 A	2,45 A	2,42 A	3,06 A	3,17 A	2,79 A	2,72 A
Egenkapitalandel	41,0 % BBB	49,4 % BBB	51,5 % BBB	46,6 % BBB	44,8 % BBB	49,3 % BBB	47,2 % BBB	46,3 % BBB	47,0 % BBB
Gjeld/EBITDA	7,32 CCC	2,46 BBB	1,30 A	2,52 BBB	4,37 B	2,09 BBB	2,74 BB	4,04 BB	3,35 BB
EBITDA-rentabilitet		16,9 % A	26,5 % AA	17,8 % A	8,9 % BB	17,7 % A	18,3 % A	14,1 % BBB	17,2 % A
Gjennomsnittsrating	BB	BBB	A	B	BB	A	A		BBB

Tabell 39: Syntetisk rating for NRS og de sammenlignbare virksomhetene

For å synliggjøre syklikaliteten til bransjen har vi valgt å vektlegge de ulike periodene likt. Basert på forholdstallene får vi en syntetisk rating på *BBB-* for NRS, og *BBB* for de sammenlignbare virksomhetene. NRS har dermed noe høyere kredittrisiko enn de sammenlignbare virksomhetene.

Vi gjennomfører videre en subjektiv rimelighetssjekk av ratingen til NRS ved å vurdere forhold som ikke dekkes av den kvantitative kredittrisikoanalysen. Bransjens jevne etterspørselsvekst tilsier, alt annet like, generelt for en lavere kredittrisiko fremover. Samtidig forventer vi økende EBITDA-marginer, hovedsakelig som følge av en potensiell strategisk fordel grunnet den gunstige lokaliseringen i Nord-Norge, tildeling av grønne konsesjoner og høye laksepriser. Det at NRS stadfester en fremtidig egenkapitalandel på minimum 40 % i sin utbyttepolitikk, anser vi også som positivt med tanke på kredittrisiko. Likevel er egenkapitalandelen lavere enn de sammenlignbare virksomhetene, hvilket medfører at NRS er relativt mer utsatt i lavkonjunkturer. Vi har også identifisert syklikaliteten til bransjen, hvilket kan medføre en høyere kredittrisiko.

Oppsummert har NRS en tilfredsstillende kredittrisiko, men den er noe svakere enn bransjegjennomsnittet. Vi velger å benytte en syntetisk rating på *BBB*, hvilket tilsvarer en årlig konkurssannsynlighet på 0,4 % (Coval mfl., 2009, s. 9). Det understrekes at den kvantitative analysen av kredittrisikoen baserer seg på historiske forhold, og det er dermed usikkert om samme kredittrisiko vil gjelde i fremtiden. Kredittrisikoen benyttes videre i neste kapittel for å beregne avkastningskravet til netto finansiell gjeld.

8. Avkastningskrav

En virksomhet skal gi investorer avkastning på den kapitalen de har investert. Denne avkastningen skal kompensere for inflasjon, tidsverdi og risiko. Det er ulik risiko relatert til ulike finansieringskilder, og vi estimerer virksomhetens avkastningskrav til totalkapitalen ved å vekte de ulike finansieringskildene basert på deres verdi og forventede avkastning (Kaldestad og Møller, 2015, s. 105). Virksomhetens vektete gjennomsnittlige kapitalkostnad (Weighted Average Cost of Capital, *WACC*) beregnes på følgende måte:

$$WACC = R_e \frac{E}{E + NFG} + R_g(1 - s) \frac{NFG}{E + NFG}$$

der:

E	=	Markedsverdien til egenkapitalen
NFG	=	Markedsverdien til netto finansiell gjeld
R_e	=	Virksomhetens egenkapitalkostnad: Avkastningskravet til egenkapitalen
$R_g(1 - s)$	=	Virksomhetens lånekostnad: Avkastningskravet til netto finansiell gjeld etter skatt

For å estimere *WACC* vil vi videre beregne avkastningskravet til egenkapitalen, avkastningskravet til netto finansiell gjeld og nominell skattesats.

8.1 Avkastningskravet til egenkapitalen

Kapitalverdimodellen (Capital Asset Pricing Model, *CAPM*) er den mest anvendte modellen for å estimere avkastningskravet til egenkapitalen. Det finnes flere typer modeller, men forklaringskraften er ikke vesentlig bedre for disse (Kaldestad og Møller, 2015, s. 107). *CAPM* beregner avkastningskravet til egenkapitalen på følgende måte:

$$R_e = R_f + \beta_e(R_m - R_f)$$

der:

R_f	=	Risikofri rente
β_e	=	Egenkapitalbeta
R_m	=	Forventet avkastning på markedsportefølje eller indeks
$R_m - R_f$	=	Forventet meravkastning ved å investere på børsen: Markedets risikopremie

Vi gjør i det følgende rede for disse komponentene.

8.1.1 Risikofri rente

En risikofri rente ligger i bunn fordi investeringer minimum skal kunne levere bedre avkastning enn denne. CAPM er en énperiode-modell, og det teoretisk korrekte vil dermed være å diskontere kontantstrømmen i år 1 med en WACC basert på 1-årsrente, år 2 med en WACC basert på 2-årsrente, og så videre (Kaldestad og Møller, 2015, s. 109). Selv om en slik metode er teoretisk riktig, er den neppe praktikabel. Det legges til grunn en nasjonal referanseramme for avkastningskravet, og et annet ofte brukt alternativ er derfor å legge til grunn 10-årsrenten på en norsk statsobligasjon (PwC og Norske Finansanalytikerens Forening [NFF], 2015, s. 7). Denne varierer mindre enn kort rente, og gir derfor et mer stabilt avkastningskrav. I tillegg forventer vi at virksomheten har lang løpetid, og durasjonen på den lange renten matcher derfor bedre durasjonen til virksomhetens kontantstrømmer. På en annen side er den lange statsobligasjonsrenten strengt tatt ikke risikofri. Det kan være innbakt både en likviditetspremie og en premie for inflasjonsrisiko i renten. Metoden er også mindre optimal dersom yieldkurven er bratt, og en stor andel av kontantstrømmene kommer tidlig i perioden (Kaldestad og Møller, 2015, s. 110). Dette er ikke gjeldende i vår masterutredning, og metoden er derfor et kompromiss mellom det å være teoretisk korrekt og det å være praktisk anlagt. Basert på renteutviklingen i 2016 samt fremtidsutsiktene for norsk økonomi, anser vi en risikofri rente i intervallet 1,0 % til 1,5 % som fornuftig. På kort og mellomlang sikt legger vi derfor til grunn en risikofri rente på 1,24 %, hvilket tilsvarer 10-årsrenten på en norsk statsobligasjon på verdsettelsestidspunktet 11.04.2016 (Norges Bank, 2016b). Som følge av de makroøkonomiske fremtidsutsiktene på kort og mellomlang sikt, ble dagens rentenivå beskrevet som kunstig lavt i PESTEL-analysen. Det legges til

grunn at den makroøkonomiske situasjonen bedres, og på lang sikt benyttes derfor en høyere risikofri rente. Basert på en analyse av 10-årsrenten på en norsk statsobligasjon i perioden 2000 til 2015, anser vi en langsiktig risikofri rente i intervallet 3,0 % til 5,0 % som fornuftig. Vi benytter gjennomsnittet i denne perioden som vår risikofrie rente på lang sikt, hvilket utgjør 4,0 % (Norges Bank, 2016c). Ved å velge forskjellig nivå på den risikofrie renten i ulike perioder, samsvarer også inflasjonsforventningene som ligger innbakt i den risikofrie renten med det nøytrale anslaget for vekst i delkapittel 6.1.2 (Kaldestad og Møller, 2015, s. 111).

8.1.2 Egenkapitalbeta

Egenkapitalbeta er et mål på den enkelte aksjes risiko relativt til aksjemarkedet, og hvor eksponert man er for den generelle markedsrisikoen (Kaldestad og Møller, 2015, s. 111). Dersom aksjekursen svinger gjennomsnittlig helt i takt med markedsporteføljen har aksjen en betaverdi på 1. Egenkapitalbetaen blir matematisk beregnet på følgende måte:

$$\beta_e = \frac{KOV(R, R_m)}{VAR(R_m)}$$

der:

$KOV(R, R_m)$ = Kovariansen (samvariasjonen) mellom aksjen og markedsporteføljen
 $VAR(R_m)$ = Variansen til markedsporteføljen

Perioden siden børsnoteringen i 2011 har vært preget av særlige forhold som en betydelig oppgang i lakseprisen og et kraftig fall i oljeprisen. Dette medfører at betaverdiene målt mot den oljetunge Oslo Børs blir unormalt lave for NRS og de sammenlignbare virksomhetene. Det legges fortsatt til grunn en nasjonal referanseramme for å estimere avkastningskravet, men for å unngå unormalt lave betaverdier benyttes den amerikanske Standard & Poor's (S&P) 500 som markedsportefølge for å estimere egenkapitalbetaen. Basert på den månedlige avkastningen siden børsnoteringen i april 2011, estimeres en egenkapitalbeta på 0,93 for NRS målt mot S&P 500. Vi beregner også egenkapitalbetaen til de sammenlignbare virksomhetene basert på fem års månedlig avkastning mot S&P 500, som videre konverteres til forretningsbeta med følgende formel:

$$\beta_u = \beta_e \times \frac{E}{E + NFG}$$

der:

β_u	=	Forretningsbeta
β_e	=	Egenkapitalbeta
E	=	Markedsverdien til egenkapitalen
NFG	=	Markedsverdien til netto finansiell gjeld

Vi benytter markedsverdien til egenkapitalen per 31.12.15, og det forutsettes at markedsverdien til netto finansiell gjeld er lik bokført verdi per 31.12.2015. Egenkapitalandelen for de sammenlignbare virksomhetene er relativt lik som NRS, og ligger rundt 80 %. Dette er betydelig høyere enn egenkapitalandelen basert på bokførte verdier, som ligger rundt 40 %. Avviket skyldes markedets syn på egenkapitalens virkelige verdi, samt vår omgruppering av finansielle eiendeler. Med bakgrunn i fremtidige prognoser legges det til grunn at egenkapitalandelen på 80 % opprettholdes på lang sikt.

Basert på en gjennomsnittlig forretningsbeta på 0,75 for de sammenlignbare virksomhetene i perioden april 2011 til april 2016, beregnes en egenkapitalbeta på 0,94 for NRS. Aksjekursene til sykliske oppdrettsvirksomheter har imidlertid en tendens til å ha høyere volatilitet enn mindre sykliske virksomheter, hvilket normalt vil tilsi en egenkapitalbeta høyere enn 1 (Koller mfl., 2010, s. 755). Det kan dermed argumenteres at den estimerte egenkapitalbetaen er for lav. Den analyserte perioden preges av økende laksepriser, og inneholder i liten grad lave laksepriser. Ved å analysere perioden før børsnoteringen i april 2011, tas det dermed i større grad hensyn til de sykliske lakseprisene. Forretningsbetaen for de sammenlignbare virksomhetene utgjør 0,93 i perioden januar 2009 til januar 2014, som videre omregnes til en egenkapitalbeta på 1,16 for NRS.

Både regresjonsanalysen mot en markedsportefølje og beregning av egenkapitalbeta ut fra egenkapitalbetaen til de sammenlignbare virksomhetene er basert på hva som har skjedd historisk i en gitt periode, men ikke nødvendigvis hva som vil skje i fremtiden. Det gjennomføres derfor også en subjektiv rimelighetssjekk. Alt annet like vil en virksomhet med høy andel faste kostnader ha en høyere egenkapitalbeta enn en virksomhet der

kostnadsnivået hovedsakelig svinger i takt med inntektene (Kaldestad og Møller, 2015, s. 115). Lakseprisen er en av driverne for inntektene, og vi har i delkapittel 2.1.3 vist at denne er veldig volatil. Det ble i delkapittel 6.2.2 vist at kostnadene per fisk i salgsvirksomheten er høyt korrelert med lakseprisen, men denne er i mindre grad korrelert for oppdrettsvirksomheten. Med bakgrunn i en forventet større andel oppdrettsvirksomhet i fremtiden, taler dette for en høyere egenkapitalbeta for NRS. Det ble også i delkapittel 2.1.3 vist at oppdrettsbransjen har vanskelig for å tilpasse tilbudet på kort sikt, hvilket også tilsier en høyere egenkapitalbeta. Videre finner vi lavere egenkapitalbeta for virksomheter som opererer i bransjer hvor etterspørselen svinger svakt i forhold til konjunkturutviklingen (Kaldestad og Møller, 2015, s. 116). Det ble i PESTEL-analysen vist at laks har hatt en sterk etterspørselsvekst til tross for lavkonjunkturer i enkelte land, hvilket taler for en lavere egenkapitalbeta. NRS har også en relativt høy egenkapitalandel på 80 %, noe som også tilsier en lavere egenkapitalbeta.

Det er dermed stor usikkerhet relatert til egenkapitalbetaen til NRS, og vi argumenterer derfor at et sannsynlig intervall vil være fra 0,8 til 1,4. Basert på regresjonsanalyser, sammenligning med bransjedata og en subjektiv rimelighetssjekk benyttes en egenkapitalbeta på 1,1 for NRS.

8.1.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie defineres som differansen mellom den forventede avkastningen i aksjemarkedet og den risikofrie renten (Kaldestad og Møller, 2015, s. 117), og er et av de mest omdiskuterte temaene innen finans (Koller mfl., 2010, s. 242). Basert på data fra 1900 til 2009 beregner Koller mfl. (2010, s. 240) markedets risikopremie til å ligge i intervallet 4,5 % til 5,5 %. Historisk ser vi at markedets risikopremie øker når renten er lav som følge av dårlige økonomiske utsikter, men vi ser også at markedets risikopremie reduseres når renten er lav grunnet lite kapasitetsbegrensninger i markedet, hvilket var tilfelle under finanskrisen i 2008 (Kinserdal, 2015c, s. 51). Knivsflå (2016c, s. 38) har beregnet markedets risikopremie i 2015 til å være 5 %. En spørreundersøkelse gjennomført av PwC og NFF (2015, s. 8) viser at den gjennomsnittlige markedsrisikopremien som ble benyttet blant 151 av NFF sine medlemmer i 2015 var 5,2 %. Gjennomsnittlig markedsrisikopremie benyttet i perioden 2011 til 2014 har i følge samme spørreundersøkelse ligget i intervallet fra 5,0 % til 5,2 %. Med bakgrunn i den nåværende urolige makroøkonomiske situasjonen, velger vi på kort og mellomlang sikt en markedsrisikopremie på 5,5 %, tilsvarende øvre del av det

langsiktige historiske intervaller. På lang sikt legger vi til grunn bedre makroøkonomiske forhold, og velger da en markedsrisikopremie på 5,0 %.

8.1.4 Kalkulert avkastningskrav til egenkapitalen

Dermed kalkuleres følgende avkastningskrav til egenkapitalen på kort og mellomlang sikt:

$$R_{e1} = R_{f1} + \beta_e(R_{m1} - R_{f1}) = 1,24 \% + 1,1 \times 5,5 \% = 7,3 \%$$

På lang sikt kalkuleres avkastningskravet til egenkapitalen som følger:

$$R_{e2} = R_{f2} + \beta_e(R_{m2} - R_{f2}) = 4,0 \% + 1,1 \times 5,0 \% = 9,5 \%$$

8.2 Avkastningskravet til netto finansiell gjeld

Vi beregner videre avkastningskravet til netto finansiell gjeld som markedsrenten til virksomhetens gjeld (Damodaran, 2012, s. 211), og definerer avkastningskravet på følgende måte:

$$R_g(1 - s) = (R_f + KRP) \times (1 - s)$$

der:

$R_g(1 - s)$	=	Avkastningskravet til netto finansiell gjeld etter skatt
R_f	=	Risikofri rente
KRP	=	Kredittrisikopremie
s	=	Nominell skattesats

For å inneha konsistens benyttes den samme risikofrie renten som i avkastningskravet til egenkapitalen (Kaldestad og Møller, 2015, s. 123). Vi gjør videre rede for kredittrisikopremien og nominell skattesats.

8.2.1 Kredittrisikopremie

Ved økende konkurssansynlighet vil kredittrisikopremien, og dermed virksomhetens lånekostnad, øke (Damodaran, 2012, s. 211). Det ble i kredittrisikoanalysen i kapittel 7 lagt til grunn en BBB-rating av NRS, og vi bruker derfor denne syntetiske ratingen for å beregne

kredittrisikopremien til NRS. Damodaran (2016a) kalkulerer per januar 2016 BBB-ratede virksomheters kredittrisikopremie til å være 2,25 %. Kredittrisikopremien varierer imidlertid mye over tid, hvor den i 1966 var så lav som 0,5 % og under finanskrisen i 2008 så høy som 6,0 % (Damodaran, 2012, s. 179). Den høye egenkapitalandelen, basert på markedsverdier, taler for en lavere kredittrisikopremie, alt annet like. På en annen side har vi også identifisert syklikaliteten til bransjen, og dermed kan disse to forholdene tenkes å utligne hverandre. Basert på en historisk analyse fra 1960 til 2011 anser vi også en kredittrisikopremie rundt 2,25 % som et normalnivå (Damodaran, 2012, s. 179), og vi velger derfor å benytte dette estimatet videre.

8.2.2 Nominell skattesats

Formålet med å beregne avkastningskravet er å komme frem til en markedsavledet alternativkostnad på kapital, og det bør derfor benyttes nominell skattesats fremfor effektiv skattesats (Kaldestad og Møller, 2015, s. 124). Virksomheten til NRS er lokalisert i Norge, og vi benytter derfor en nominell skattesats på 25 % (Regjeringen, 2016).

8.2.3 Kalkulert avkastningskrav til netto finansiell gjeld

På kort og mellomlang sikt kalkuleres dermed følgende avkastningskrav til netto finansiell gjeld etter skatt:

$$R_{g1}(1-s) = (R_{f1} + KRP) \times (1-s) = (1,24 \% + 2,25 \%) \times (1 - 25 \%) = \mathbf{2,6 \%}$$

På lang sikt kalkuleres avkastningskravet som følger:

$$R_{g2}(1-s) = (R_{f2} + KRP) \times (1-s) = (4,00 \% + 2,25 \%) \times (1 - 25 \%) = \mathbf{4,7 \%}$$

8.3 Kalkulert avkastningskrav til totalkapitalen

Det beregnede avkastningskravet til egenkapitalen og avkastningskravet til netto finansiell gjeld vektes, og på kort og mellomlang sikt kalkuleres følgende avkastningskrav til totalkapitalen:

$$WACC_1 = R_{e1} \frac{E}{E + NFG} + R_{g1}(1 - s) \frac{NFG}{E + NFG} = 7,3 \% \times 80 \% + 2,6 \% \times 20 \% = \mathbf{6,4 \%}$$

På lang sikt kalkuleres avkastningskravet til totalkapitalen som følger:

$$WACC_2 = R_{e2} \frac{E}{E + NFG} + R_{g2}(1 - s) \frac{NFG}{E + NFG} = 9,5 \% \times 80 \% + 4,7 \% \times 20 \% = \mathbf{8,5 \%}$$

Avkastningskravene benyttes videre i delkapittel 10.1 til å diskontere kontantstrømmene som beregnes i neste kapittel. Beregningen av avkastningskravene baserer seg imidlertid på flere antakelser vedrørende den risikofrie renten, markedets risikopremie, egenkapitalbetaen og kredittrisikopremien, og vi har identifisert at intervallet disse variablene kan tenkes å variere innenfor er stort. Basert på dette intervallet vil vi i simulerings- og sensitivitetsanalysen i delkapittel 10.2 illustrere hvilken påvirkning endringen av ulike variabler i avkastningskravene har på verdierestimatet.

9. Scenarioanalyse

9.1 Om scenarioanalyse

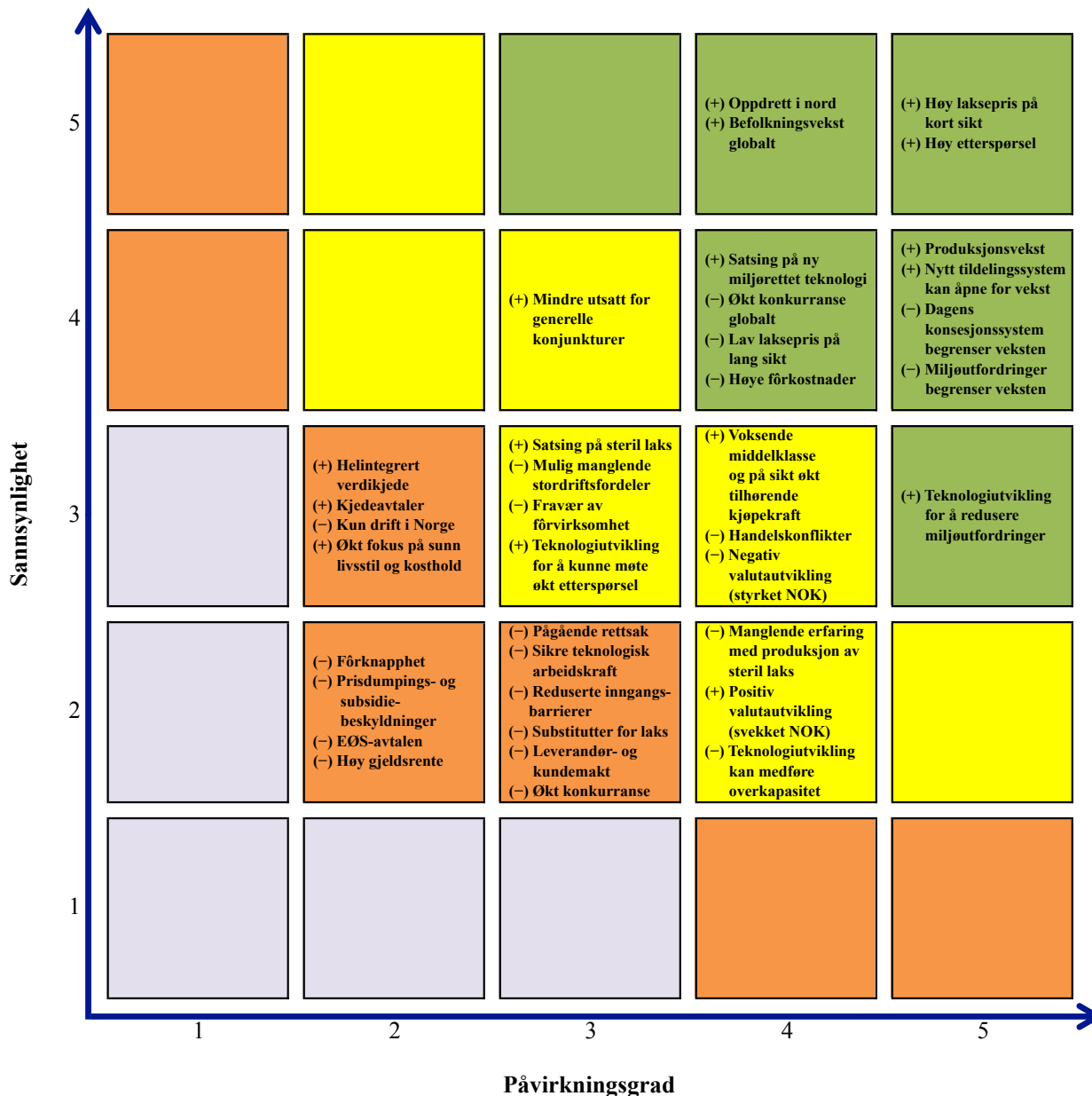
Den forventede fremtidige kontantstrømmen kan estimeres på to måter. Den første metoden er å estimere et sannsynlighetsvektet gjennomsnitt basert på alle tenkelige scenarioer, og den andre metoden er å kun estimere det mest sannsynlige utfallet (Damodaran, 2012, s. 894). Den første metoden er mest presis, men blir sjelden brukt fordi det kreves for mye informasjon for å gjennomføre beregningen. I begge tilfeller vil det være scenarioer der kontantstrømmen avviker fra forventningene. I en scenarioanalyse tas det utgangspunkt i ulike scenarioer for å estimere en forventet kontantstrøm for å bedre forstå ulike variablers påvirkning på verdiestimatet. NRS opererer i dynamiske omgivelser, og en scenarioanalyse kan derfor være hensiktsmessig for å illustrere en mulig fremtidig tilstand ved å endre et sett av variabler (Kaldestad og Møller, 2015, s. 84). Damodaran (2012, s. 895-896) deler scenarioanalysen inn i fire steg:

1. Valg av variabler
2. Valg av antall scenarioer
3. Estimering av kontantstrømmer under hvert enkelt scenario
4. Tildeling av sannsynlighetsvekter til hvert enkelt scenario

Det tas innledningsvis utgangspunkt i SWOT-analysen fra delkapittel 4.3, som er en oppsummering av den kvalitative analysen i kapittel 2 og 4. Ved hjelp av et vurderingsdiagram vises den subjektive vurderingen av ulike drivkrefters påvirkning på verdiestimatet, og sannsynligheten for at de inntreffer. Videre benyttes de fremtidige prognoseintervallene beregnet i kapittel 6 til å estimere tre ulike scenarioer: *nøytralt*, *optimistisk* og *pessimistisk*. Hvert enkelt scenario tildeles avslutningsvis en sannsynlighetsvekt. Basert på disse kontantstrømmene og sannsynlighetsvektene, vil den vektete verdien av egenkapitalen beregnes i delkapittel 10.1. Det er betydelig usikkerhet relatert til dette verdiestimatet, og det gjennomføres derfor en kvantitativ Monte Carlo-simulering i delkapittel 10.2 for å synliggjøre dette i detalj.

9.2 Vurderingsdiagram

De ulike drivkreftene fra den oppsummerende SWOT-analysen plasseres videre i et vurderingsdiagram. Dette viser sammenhengen mellom *sannsynligheten* for at forholdet inntreffer og *påvirkningen* det har på virksomhetens verdi:



Figur 51: Vurderingsdiagram

Sannsynligheten for at forholdet inntreffer skaleres fra én til fem, hvor én er lav og fem er høy sannsynlighet. Påvirkningen på verdiestimatet skaleres også fra én til fem, hvor én er lav og fem er høy påvirkning. Denne påvirkningen kan være både positiv og negativ, og dette er illustrert med henholdsvis (+) og (-) i figuren.

Kaldestad og Møller (2015, s. 98-99) hevder det er verken praktisk eller nødvendig å simulere over alle tenkelige kilder til usikkerhet i en scenarioanalyse, og at det derfor bør tas utgangspunkt i de forholdene som har den største effekten på kontantstrømmene. Med bakgrunn i dette vil den videre scenarioanalysen kun drøfte de viktigste drivkreftene, hvor produktet av sannsynligheten og påvirkningsgraden er 8 eller høyere (gul og grønn bakgrunn).

9.3 Fremtidig scenarioanalyse

Hensikten med å utarbeide de fremtidige prognoseintervallene i kapittel 6 var utelukkende å illustrere utfallsrommet for de ulike drivkreftene. Korrelasjonen mellom disse drivkreftene ble dermed ikke hensyntatt. For å prognostisere fremtidige kontantstrømmer er det derimot nødvendig å inkludere denne korrelasjonen. Eksempelvis vil en høy fremtidig inntjening forutsette et investeringsnivå i øvre del av intervallet fra delkapittel 6.3.2. I det følgende gjennomføres en scenarioanalyse, der det også tas høyde for korrelasjon. Det legges til grunn tre ulike scenarioer:

1. Nøytralt: **Base case**
2. Optimistisk: **Fiskelykke**
3. Pessimistisk: **Winter is coming**

9.3.1 Nøytralt scenario: Base case

Driftsinntekter

Laksepris

I scenarioet *Base case* legges det til grunn fortsatt store biologiske utfordringer i Chile, hvilket medfører et lavt globalt tilbud på kort sikt. Populariteten til laks fortsetter, og den generelle befolkningsutviklingen og en voksende middelklasse påvirker etterspørselen positivt. Økningen i den globale etterspørselen vil derfor fortsette på både kort og mellomlang sikt, uavhengig av de generelle konjunktorene i økonomien. Videre vil den norske kronen holde seg svak, som igjen er med på å holde lakseprisene oppe. I sum gir dette høye priser på kort sikt, tilsvarende forwardprisene fra Fish Pool. På mellomlang og lang sikt vil prisene reduseres noe, men de vil i snitt holde et middels til høyt nivå.

Volum

NRS sitt volum vil på kort sikt øke betydelig. I 2017 og 2018 oppnås det full effekt av de grønne konsesjonene som ble tildelt som følge av satsingen på steril laks. Utviklingskonsesjonene for det nye offshore oppdrettsanlegget blir tildelt i tredje kvartal 2016, og prosjektet ferdigstilles i 2018. Dette gir videre en kraftig produksjonsøkning fra 2020 på 6 000 tonn, tilsvarende NRS sin eierandel i prosjektet. Med sin gunstige lokalisering i Nord-Norge får NRS også en jevn økning i produksjonskapasiteten på mellomlang sikt som følge av implementeringen av trafikklysendningen samt Regjeringens uttalte satsing på oppdrettsbransjen.

Inntektsvekst

Kombinasjonen av den høye lakseprisen og økningen i volum, medfører en høy inntektsvekst i 2016 og 2017 på henholdsvis 22,3 % og 8,7 %. Når lakseprisen reduseres ned til et normalnivå i 2019, er inntektsveksten imidlertid avtagende. I 2020 vil veksten igjen ta seg opp som følge av de nye utviklingskonsesjonene.

På mellomlang sikt vil det fortsatt være en moderat vekst i produksjonsvolumet, og etterspørselen i markedet vil opprettholdes. Dermed oppnår NRS en gjennomsnittlig inntektsvekst på 6 % på mellomlang sikt, tilsvarende det nøytrale vekstanslaget fra prognoseintervallet i delkapittel 6.1.2. Grunnet syklikaliteten til bransjen, vil det på mellomlang sikt mest sannsynlig være perioder med høy vekst som kulminerer i perioder med lav vekst som følge av overkapasitet i markedet. Den valgte vekstfaktoren på mellomlang sikt anses derfor som et gjennomsnitt for perioden. På lang sikt vil NRS oppnå en vekst på 4 %, tilsvarende det nøytrale vekstanslaget drøftet i delkapittel 6.1.2.

Driftskostnader

De miljømessige utfordringene vedvarer på kort sikt, men utviklingen er bedre i Region Nord enn i Region Sør. Den svake kronekursen er med på å holde lakseprisen oppe, men preger førkostnaden og dermed varekostnaden negativt. Dermed oppnår NRS driftskostnader på kort sikt tilsvarende det nøytrale anslaget i delkapittel 6.2.2.

På mellomlang og lang sikt får NRS flere læringseffekter og stordriftsfordeler som følge av sin videre ekspansjon. Ny forskning medfører at de miljømessige utfordringene blir håndtert på en bedre måte. Dette påvirker driftskostnadene og dermed EBITDA-marginen positivt. På en annen side vil NRS få en generell kostnadsøkning som følge av inflasjon, samt en

økning i vedlikeholdskostnadene som følge av at materiellet blir eldre. EBITDA-marginen vil i 2024 dermed stabilisere seg til 16,5 %, og dette nivået opprettholdes på mellomlang og lang sikt.

Enkeltstående hendelser

På kort, mellomlang og lang sikt oppnår NRS et lavere nivå av enkeltstående biologiske hendelser som følge av den økte satsingen i Region Nord, men restruktureringskostnadene vil øke noe som følge av den videre ekspansjonen. Dermed inntreffer ekstraordinære hendelser tilsvarende det nøytrale anslaget fra prognoseintervallet i delkapittel 6.2.2.

Investeringer

Den videre ekspansjonen til NRS krever høyere investeringer. For å utvikle det nye offshore oppdrettsanlegget gjennomfører NRS engangsinvesteringer på 225 MNOK i 2017 og 225 MNOK i 2018. På kort sikt vil NRS sin satsing på steril laks kombinert med det potensielle geografiske fortrinnet, føre til en tildeling av nye konsesjoner og tilhørende investeringer. På mellomlang sikt vil NRS fortsette å investere i nytt utstyr og konsesjoner, og det legges dermed til grunn det nøytrale anslaget fra prognoseintervallet i delkapittel 6.3.2.

Arbeidskapital

Veksten medfører en særlig økning i biomassen, og dermed en vekst i arbeidskapitalen tilsvarende det nøytrale anslaget fra delkapittel 6.4.2.

Kontantstrøm Base case

NRS vil i scenarioet Base case oppnå følgende kontantstrømmer:

Scenario Base case	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
Inndata: Kort sikt									
Region Nord									
Laksepris	54,9	52,0	45,0	39,0	39,0	39,0	39,6	40,2	
Produsert volum	21 400	33 000	39 000	39 000	46 950	49 298	51 762	54 350	
Varekostnader/Produsert volum	18,5	18,6	18,7	18,8	18,9	19,0	19,1	19,2	
Andre kostnader/Produsert volum	6,0	6,0	6,1	6,1	6,1	6,2	6,2	6,2	
Region Sør									
Laksepris	54,9	52,0	45,0	39,0	39,0	39,0	39,6	40,2	
Produsert volum	6 000	6 000	6 000	6 000	6 000	6 300	6 615	6 946	
Varekostnader/Produsert volum	23,5	23,6	23,7	23,9	24,0	24,1	24,2	24,3	
Andre kostnader/Produsert volum	6,0	6,0	6,1	6,1	6,1	6,2	6,2	6,2	
Salgsvirksomhet									
Laksepris	54,9	52,0	45,0	39,0	39,0	39,0	39,6	40,2	
Solgt volum eksterne oppdrettere	40 000	40 000	40 000	40 000	40 000	40 000	40 000	40 000	
Totalt volum solgt	67 400	79 000	85 000	85 000	92 950	95 598	98 377	101 296	
Varekostnader/Driftsinntekter	97,3 %	97,3 %	97,3 %	97,3 %	97,3 %	97,3 %	97,3 %	97,3 %	
Andre kostnader/Produsert volum	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	
Konsern									
Enkeltstående hendelser, eliminerings	1,1 %	1,1 %	1,1 %	1,1 %	1,1 %	1,1 %	1,1 %	1,1 %	
Investeringer	2,2 %	2,3 %	2,2 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	
Engangsinvesteringer	0,0 %	5,3 %	5,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	
Arbeidskapital	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	
Utdata: Kort sikt									
Region Nord Justering									
Total segmentinntekt	-9,1 %	1 077 455	1 572 584	1 608 324	1 393 881	1 678 018	1 761 919	1 877 766	2 001 229
- Inntekt mellom segmenter		-1 077 455	-1 572 584	-1 608 324	-1 393 881	-1 678 018	-1 761 919	-1 877 766	-2 001 229
Inntekt fra eksterne kunder		-	-	-	-	-	-	-	-
- Varekostnad		- 395 900	- 613 553	- 728 733	- 732 377	- 886 077	- 935 033	- 986 694	-1 041 208
- Andre kostnader		- 128 400	- 198 990	- 236 346	- 237 528	- 287 376	- 303 254	- 320 009	- 337 689
Sum driftskostnader		- 524 300	- 812 543	- 965 079	- 969 904	-1 173 454	-1 238 287	-1 306 702	-1 378 898
EBITDA Region Nord*		553 155	760 041	643 245	423 977	504 565	523 632	571 063	622 331
EBITDA-margin		51,3 %	48,3 %	40,0 %	30,4 %	30,1 %	29,7 %	30,4 %	31,1 %
Region Sør Justering									
Total segmentinntekt	-7,4 %	307 022	290 592	251 474	217 944	217 944	228 841	243 888	259 923
- Inntekt mellom segmenter		- 307 022	- 290 592	- 251 474	- 217 944	- 217 944	- 228 841	- 243 888	- 259 923
Inntekt fra eksterne kunder		-	-	-	-	-	-	-	-
- Varekostnad		- 141 000	- 141 705	- 142 414	- 143 126	- 143 841	- 151 788	- 160 175	- 169 024
- Andre kostnader		- 36 000	- 36 180	- 36 361	- 36 543	- 36 725	- 38 754	- 40 896	- 43 155
Sum driftskostnader		- 177 000	- 177 885	- 178 774	- 179 668	- 180 567	- 190 543	- 201 070	- 212 180
EBITDA Region Sør*		130 022	112 707	72 700	38 276	37 378	38 298	42 817	47 744
EBITDA-margin		42,3 %	38,8 %	28,9 %	17,6 %	17,2 %	16,7 %	17,6 %	18,4 %
Salgsvirksomhet Justering									
Total segmentinntekt	13,5 %	3 925 721	4 268 431	3 941 269	3 415 767	3 699 904	3 794 702	3 952 654	4 119 617
- Inntekt mellom segmenter		-	-	-	-	-	-	-	-
Inntekt fra eksterne kunder		3 925 721	4 268 431	3 941 269	3 415 767	3 699 904	3 794 702	3 952 654	4 119 617
- Varekostnad		-3 819 726	-4 153 184	-3 834 855	-3 323 541	-3 600 007	-3 692 245	-3 845 932	-4 008 388
- Andre kostnader		- 40 440	- 47 637	- 51 511	- 51 769	- 56 894	- 58 807	- 60 820	- 62 937
Sum driftskostnader		-3 860 166	-4 200 821	-3 886 366	-3 375 310	-3 656 900	-3 751 052	-3 906 752	-4 071 325
EBITDA Salgsvirksomhet		65 554	67 611	54 903	40 457	43 004	43 650	45 902	48 293
EBITDA-margin		1,7 %	1,6 %	1,4 %	1,2 %	1,2 %	1,2 %	1,2 %	1,2 %
Konsern									
Total segmentinntekt		5 310 197	6 131 607	5 801 068	5 027 592	5 595 867	5 785 463	6 074 307	6 380 769
- Inntekt mellom segmenter		-1 384 476	-1 863 176	-1 859 798	-1 611 825	-1 895 963	-1 990 761	-2 121 653	-2 261 152
Driftsinntekter konsern		3 925 721	4 268 431	3 941 269	3 415 767	3 699 904	3 794 702	3 952 654	4 119 617
Vekst i driftsinntekter		22,3 %	8,7 %	-7,7 %	-13,3 %	8,3 %	2,6 %	4,2 %	4,2 %
- Varekostnad		-4 356 626	-4 908 441	-4 706 001	-4 199 043	-4 629 925	-4 779 067	-4 992 800	-5 218 621
- Andre kostnader		- 204 840	- 282 807	- 324 218	- 325 839	- 380 996	- 400 815	- 421 724	- 443 782
Sum driftskostnader		-4 561 466	-5 191 248	-5 030 219	-4 524 882	-5 010 921	-5 179 882	-5 414 524	-5 662 402
- Eliminering: Enkeltstående hendelser		- 43 183	- 46 953	- 43 354	- 37 573	- 40 699	- 41 742	- 43 479	- 45 316
EBITDA konsern*		705 548	893 406	727 494	465 136	544 247	563 839	616 303	673 052
EBITDA-margin		18,0 %	20,9 %	18,5 %	13,6 %	14,7 %	14,9 %	15,6 %	16,3 %
- Investeringer		- 85 000	- 325 000	- 310 000	- 136 631	- 147 996	- 151 788	- 158 106	- 164 785
- Endring i netto arbeidskapital		- 196 286	- 213 422	- 197 063	- 170 788	- 184 995	- 189 735	- 197 633	- 205 981
Kontantstrøm før skatt		424 262	354 985	220 431	157 717	211 256	222 316	260 565	302 286

*Beregnes av "Total segmentinntekt"

Tabell 40: Kontantstrøm nøytralt scenario, Base case: kort sikt

Scenario Base case	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Inndata: Mellomlang og lang sikt						
Konsern						
Vekst i driftsinntekter	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	4,0 %
EBITDA-margin	16,5 %	16,5 %	16,5 %	16,5 %	16,5 %	16,5 %
Investeringer	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %
Arbeidskapital	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
Utdata: Mellomlang og lang sikt						
Konsern						
Driftsinntekter konsern	4 366 794	4 628 802	4 906 530	5 200 922	5 512 977	5 733 496
Sum driftskostnader	-3 646 273	-3 865 050	-4 096 953	-4 342 770	-4 603 336	-4 787 470
EBITDA konsern	720 521	763 752	809 577	858 152	909 641	946 027
- Investeringer	- 174 672	- 185 152	- 196 261	- 208 037	- 220 519	- 229 340
- Endring i netto arbeidskapital	- 218 340	- 231 440	- 245 327	- 260 046	- 275 649	- 286 675
Kontantstrøm før skatt	327 510	347 160	367 990	390 069	413 473	430 012

Tabell 41: Kontantstrøm nøytralt scenario, Base case: mellomlang og lang sikt

Dette scenarioet anses som mest sannsynlig, og tildeles dermed en sannsynlighet på 70 %.

9.3.2 Optimistisk scenario: Fiskelykke

Driftsinntekter

Laksepris

På kort sikt legger scenarioet *Fiskelykke* til grunn tilsvarende laksepriser som scenarioet Base case.

Volum

Trafikklysendningen tilrettelegger for en 6 % årlig økning i produksjonsvolumet i 2020 og 2022, utover den generelle økningen på 5 % i Base case. Videre oppnår NRS en høyere volumvekst på kort og mellomlang sikt som følge av en vellykket satsing på steril laks og miljørettet teknologi.

Inntektsvekst

Volumøkningen fører til en positiv inntektsvekst i 2016 og 2017, men reduksjonen i lakseprisen medfører en negativ inntektsvekst i 2018 og 2019. Når prisene stabiliserer seg fra 2019, vil NRS igjen oppleve en positiv vekst i driftsinntektene. På mellomlang sikt oppheves sanksjonene fra Russland og Kina, og Regjeringen tilrettelegger for videre vekst på en god måte. Dette medfører en årlig vekst på 6,5 %. Videre vil den makroøkonomiske situasjonen forbedres, som igjen fører til en langsiktig vekst på 4,5 %.

Driftskostnader

På kort sikt vil den svake kronekursen fortsatt prege varekostnadene negativt for Region Nord og Sør, men de miljømessige utfordringene vil være lavere enn 2015-nivået. Satsingen

på steril laks er noe mer kostnadskrevende enn ordinær laks, men den vil likevel føre til en reduksjon i varekostnaden som følge av bedre miljømessige forhold. På mellomlang og lang sikt oppnår NRS en EBITDA-margin på 20 %, tilsvarende gjennomsnittlig EBITDA-margin på kort sikt.

Enkeltstående hendelser

På kort, mellomlang og lang sikt vil det inntreffe få enkeltstående hendelser, på nivå med det optimistiske anslaget fra prognoseintervallet. Noen hendelser vil likevel fortsatt inntreffe, og det vil også være restruktureringskostnader relatert til den høye veksten.

Investeringer

NRS vil fra 2016 til 2018 ha et identisk investeringsnivå som Base case, men den videre ekspansjonen vil deretter kreve et enda høyere investeringsnivå. Den øvre delen av prognoseintervallet vil derfor benyttes.

Arbeidskapital

NRS sin ekspansjon medfører en særlig økning i biomassen, og dermed også en vekst i arbeidskapitalen. Vi velger også her å benytte det nøytrale anslaget fra prognoseintervallet.

Kontantstrøm Fiskelykke

NRS vil i scenarioet Fiskelykke oppnå følgende kontantstrømmer:

Scenario Fiskelykke	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
Inndata: Kort sikt									
Region Nord									
Laksepris	54,9	52,0	45,0	39,0	39,0	39,0	39,6	40,2	
Produsert volum	22 000	37 000	39 000	40 950	49 767	52 255	58 003	60 904	
Varekostnader/Produsert volum	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	
Andre kostnader/Produsert volum	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	
Region Sør									
Laksepris	54,9	52,0	45,0	39,0	39,0	39,0	39,6	40,2	
Produsert volum	6 000	6 000	6 000	6 000	6 000	6 300	6 615	6 946	
Varekostnader/Produsert volum	22,5	22,5	22,5	22,5	22,5	22,5	22,5	22,5	
Andre kostnader/Produsert volum	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	
Salgsvirksomhet									
Laksepris	54,9	52,0	45,0	39,0	39,0	39,0	39,6	40,2	
Solgt volum eksterne oppdrettere	44 000	44 000	44 000	44 000	44 000	44 000	44 000	44 000	
Totalt volum solgt	72 000	87 000	89 000	90 950	99 767	102 555	108 618	111 849	
Varekostnader/Driftsinntekter	97,0 %	97,0 %	97,0 %	97,0 %	97,0 %	97,0 %	97,0 %	97,0 %	
Andre kostnader/Produsert volum	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	
Konsern									
Enkeltstående hendelser, eliminering	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	
Investeringer	2,0 %	2,1 %	2,0 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	
Engangsinvesteringer	0,0 %	4,8 %	5,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	
Arbeidskapital	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	
Utdata: Kort sikt									
Region Nord Justering									
Total segmentinntekt	-9,1 %	1 107 664	1 763 200	1 608 324	1 463 575	1 778 700	1 867 635	2 104 170	2 242 520
- Inntekt mellom segmenter		-1 107 664	-1 763 200	-1 608 324	-1 463 575	-1 778 700	-1 867 635	-2 104 170	-2 242 520
Inntekt fra eksterne kunder		-	-	-	-	-	-	-	-
- Varekostnad		- 385 000	- 647 500	- 682 500	- 716 625	- 870 923	- 914 469	-1 015 060	-1 065 813
- Andre kostnader		- 110 000	- 185 000	- 195 000	- 204 750	- 248 835	- 261 277	- 290 017	- 304 518
Sum driftskostnader		- 495 000	- 832 500	- 877 500	- 921 375	-1 119 758	-1 175 745	-1 305 077	-1 370 331
EBITDA Region Nord*		612 664	930 700	730 824	542 200	658 942	691 889	799 093	872 188
EBITDA-margin		55,3 %	52,8 %	45,4 %	37,0 %	37,0 %	37,0 %	38,0 %	38,9 %
Region Sør Justering									
Total segmentinntekt	-7,4 %	307 022	290 592	251 474	217 944	217 944	228 841	243 888	259 923
- Inntekt mellom segmenter		- 307 022	- 290 592	- 251 474	- 217 944	- 217 944	- 228 841	- 243 888	- 259 923
Inntekt fra eksterne kunder		-	-	-	-	-	-	-	-
- Varekostnad		- 135 000	- 135 000	- 135 000	- 135 000	- 135 000	- 141 750	- 148 838	- 156 279
- Andre kostnader		- 30 000	- 30 000	- 30 000	- 30 000	- 30 000	- 31 500	- 33 075	- 34 729
Sum driftskostnader		- 165 000	- 165 000	- 165 000	- 165 000	- 165 000	- 173 250	- 181 913	- 191 008
EBITDA Region Sør*		142 022	125 592	86 474	52 944	52 944	55 591	61 975	68 915
EBITDA-margin		46,3 %	43,2 %	34,4 %	24,3 %	24,3 %	24,3 %	25,4 %	26,5 %
Salgsvirksomhet Justering									
Total segmentinntekt	13,5 %	4 210 054	4 699 573	4 149 416	3 665 855	3 980 979	4 080 811	4 362 159	4 546 755
- Inntekt mellom segmenter		-	-	-	-	-	-	-	-
Inntekt fra eksterne kunder		4 210 054	4 699 573	4 149 416	3 665 855	3 980 979	4 080 811	4 362 159	4 546 755
- Varekostnad		-4 083 753	-4 558 586	-4 024 934	-3 555 879	-3 861 550	-3 958 387	-4 231 294	-4 410 352
- Andre kostnader		- 36 000	- 43 500	- 44 500	- 45 475	- 49 884	- 51 278	- 54 309	- 55 925
Sum driftskostnader		-4 119 753	-4 602 086	-4 069 434	-3 601 354	-3 911 433	-4 009 665	-4 285 603	-4 466 277
EBITDA Salgsvirksomhet		90 302	97 487	79 982	64 501	69 546	71 147	76 556	80 478
EBITDA-margin		2,1 %	2,1 %	1,9 %	1,8 %	1,7 %	1,7 %	1,8 %	1,8 %
Konsern									
Total segmentinntekt		5 624 740	6 753 365	6 009 215	5 347 374	5 977 623	6 177 287	6 710 217	7 049 198
- Inntekt mellom segmenter		-1 414 685	-2 053 792	-1 859 798	-1 681 519	-1 996 644	-2 096 476	-2 348 058	-2 502 443
Driftsinntekter konsern		4 210 054	4 699 573	4 149 416	3 665 855	3 980 979	4 080 811	4 362 159	4 546 755
Vekst i driftsinntekter		31,1 %	11,6 %	-11,7 %	-11,7 %	8,6 %	2,5 %	6,9 %	4,2 %
- Varekostnad		-4 603 753	-5 341 086	-4 842 434	-4 407 504	-4 867 472	-5 014 606	-5 395 192	-5 632 445
- Andre kostnader		- 176 000	- 258 500	- 269 500	- 280 225	- 328 719	- 344 054	- 377 401	- 395 171
Sum driftskostnader		-4 779 753	-5 599 586	-5 111 934	-4 687 729	-5 196 191	-5 358 660	-5 772 593	-6 027 616
- Eliminering: Enkeltstående hendelser		- 29 470	- 32 897	- 29 046	- 25 661	- 27 867	- 28 566	- 30 535	- 31 827
EBITDA konsern*		815 517	1 120 882	868 235	633 984	753 565	790 062	907 089	989 754
EBITDA-margin		19,4 %	23,9 %	20,9 %	17,3 %	18,9 %	19,4 %	20,8 %	21,8 %
- Investeringer		- 85 000	- 325 000	- 310 000	- 164 963	- 179 144	- 183 637	- 196 297	- 204 604
- Endring i netto arbeidskapital		- 210 503	- 234 979	- 207 471	- 183 293	- 199 049	- 204 041	- 218 108	- 227 338
Kontantstrøm før skatt		520 014	560 904	350 764	285 728	375 372	402 384	492 684	557 813

*Beregnes av "Total segmentinntekt"

Tabell 42: Kontantstrøm optimistisk scenario, Fiskelykke: kort sikt

Scenario Fiskelykke	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Inndata: Mellomlang og lang sikt						
Konsern						
Vekst i driftsinntekter	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	4,5 %
EBITDA-margin	20,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %
Investeringer	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %
Arbeidskapital	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
Utdata: Mellomlang og lang sikt						
Konsern						
Driftsinntekter konsern	4 842 294	5 157 043	5 492 251	5 849 247	6 229 448	6 509 773
Sum driftskostnader	-3 873 835	-4 125 634	-4 393 801	-4 679 398	-4 983 559	-5 207 819
EBITDA konsern	968 459	1 031 409	1 098 450	1 169 849	1 245 890	1 301 955
- Investeringer	- 217 903	- 232 067	- 247 151	- 263 216	- 280 325	- 292 940
- Endring i netto arbeidskapital	- 242 115	- 257 852	- 274 613	- 292 462	- 311 472	- 325 489
Kontantstrøm før skatt	508 441	541 490	576 686	614 171	654 092	683 526

Tabell 43: Kontantstrøm optimistisk scenario, Fiskelykke: mellomlang og lang sikt

Scenarioet tildeles en sannsynlighet på 20 %.

9.3.3 Pessimistisk scenario: Winter is coming

Driftsinntekter

Laksepris

Chile forbedrer sin biologiske situasjon i 2017, hvilket medfører at de tar tilbake markedsandeler. Marine Harvest lykkes med sin forskning på lukkede oppdrettsanlegg (*Egget*), og SalMar har suksess med sin offshorebaserte oppdrett (*Ocean Farming*). I sum medfører dette at det globale tilbudet øker kraftig. Likevel er etterspørselen fortsatt høy og kronekursen svak, noe som til en viss grad bidrar til å holde lakseprisen oppe. Bransjen overinvesterer i gode perioder, og laksens lange tilvirkningstid fører dermed til en overkapasitet i markedet. Dette leder igjen til en påfølgende periode med lave laksepriser.

Volum

De biologiske utfordringene til NRS vedvarer, hvilket medfører at det ikke innvilges nye konsesjoner på kort sikt. Videre krever Mattilsynet dokumentasjon på at fiskevelferden bevares også i storskalaproduksjon av steril laks, og produksjonen blir dermed forsinket på flere av lokalitetene i Region Nord. NRS får heller ikke innvilget søknaden om utviklingskonsesjoner for utviklingen av offshore oppdrettsanlegg, og konsesjonssystemet begrenser dermed veksten kraftig på kort sikt. På mellomlang sikt vil det imidlertid komme en volumøkning, som igjen medfører en svak vekst i driftsinntektene.

Inntektsvekst

Grunnet den kraftige reduksjonen i lakseprisen, vil NRS på kort sikt oppleve en negativ vekst i driftsinntektene. Veksten tar seg imidlertid noe opp på mellomlang sikt. På lang sikt er den makroøkonomiske situasjonen fortsatt utfordrende, hvilket medfører en langsiktig vekst på 3 %, tilsvarende den nedre delen av prognoseintervallet.

Driftskostnader

NRS blir presset på pris som følge av manglende fôrvirksomhet, noe som medfører ytterligere vekst i varekostnadene. De miljømessige utfordringene og den svake kronekursen bidrar også til å holde varekostnadene høye på kort og mellomlang sikt. Videre vil NRS oppleve en vekst i vedlikeholdskostnadene på kort og mellomlang sikt som følge av at materiellparken blir eldre. NRS oppnår læringseffekter, men den lave veksten fører i mindre grad til stordriftsfordeler. Kombinert med en vedvarende lav laksepris, gir dette en EBITDA-margin på mellomlang og lang sikt på 12 %.

Enkeltstående hendelser

NRS blir også i stor grad preget av de miljømessige utfordringene, og flere enkeltstående biologiske hendelser vil inntreffe på kort, mellomlang og lang sikt. Nivået er dermed noe høyere enn det nøytrale anslaget fra prognoseintervallet.

Investeringer

Den lave veksten medfører et lavere investeringsnivå på kort sikt, tilsvarende prosentsatsen fra den nedre delen av prognoseintervallet. På mellomlang og lang sikt vil veksten være høyere, hvilket medfører et investeringsnivå tilsvarende det nøytrale anslaget.

Arbeidskapital

Den svake veksten på kort sikt medfører en lav økning i biomassen, og dermed en svak økning i arbeidskapitalen. Veksten tiltar på mellomlang sikt, hvilket medfører en høyere vekst arbeidskapitalen på mellomlang sikt. NRS oppnår dermed vekst i arbeidskapitalen tilsvarende det nedre anslaget av prognoseintervallet på kort sikt, og på mellomlang sikt oppnås en vekst i arbeidskapitalen som er høyere enn det nedre anslaget, men likevel lavere enn det nøytrale anslaget.

Kontantstrøm Winter is coming

NRS vil i scenarioet *Winter is coming* oppnå følgende kontantstrømmer:

Scenario Winter is coming	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
Inndata: Kort sikt									
Region Nord									
Laksepris	49,9	47,0	40,0	34,0	34,0	34,0	34,5	35,0	
Produsert volum	20 000	31 000	36 000	36 000	36 000	36 000	36 000	36 000	
Varekostnader/Produsert volum	18,5	18,7	18,9	19,1	19,3	19,4	19,6	19,8	
Andre kostnader/Produsert volum	6,0	6,1	6,1	6,2	6,2	6,3	6,4	6,4	
Region Sør									
Laksepris	49,9	47,0	40,0	34,0	34,0	34,0	34,5	35,0	
Produsert volum	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	
Varekostnader/Produsert volum	23,5	23,7	24,0	24,2	24,5	24,7	24,9	25,2	
Andre kostnader/Produsert volum	6,0	6,1	6,1	6,2	6,2	6,3	6,4	6,4	
Salgsvirksomhet									
Laksepris	49,9	47,0	40,0	34,0	34,0	34,0	34,5	35,0	
Solgt volum eksterne oppdrettere	37 000	37 000	37 000	37 000	37 000	37 000	37 000	37 000	
Totalt volum solgt	62 000	73 000	78 000	78 000	78 000	78 000	78 000	78 000	
Varekostnader/Driftsinntekter	97,8 %	97,8 %	97,8 %	97,8 %	97,8 %	97,8 %	97,8 %	97,8 %	
Andre kostnader/Produsert volum	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	
Konsern									
Enkeltstående hendelser, eliminerings	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	
Investeringer	2,6 %	3,6 %	3,6 %	3,6 %	3,6 %	3,6 %	3,6 %	3,6 %	
Engangsinvesteringer	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	
Arbeidskapital	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	
Utdata: Kort sikt									
Region Nord Justering									
Total segmentinntekt	-9,1 %	915 324	1 335 230	1 319 651	1 121 703	1 121 703	1 121 703	1 138 529	1 155 607
- Inntekt mellom segmenter	-	- 915 324	- 1 335 230	- 1 319 651	- 1 121 703	- 1 121 703	- 1 121 703	- 1 138 529	- 1 155 607
Inntekt fra eksterne kunder		-	-	-	-	-	-	-	-
- Varekostnad	-	- 370 000	- 579 235	- 679 387	- 686 180	- 693 042	- 699 973	- 706 972	- 714 042
- Andre kostnader	-	- 120 000	- 187 860	- 220 342	- 222 545	- 224 770	- 227 018	- 229 288	- 231 581
Sum driftskostnader		- 490 000	- 767 095	- 899 728	- 908 725	- 917 813	- 926 991	- 936 261	- 945 623
EBITDA Region Nord*		425 324	568 135	419 923	212 978	203 890	194 712	202 268	209 983
EBITDA-margin		46,5 %	42,5 %	31,8 %	19,0 %	18,2 %	17,4 %	17,8 %	18,2 %
Region Sør Justering									
Total segmentinntekt	-7,4 %	232 567	218 876	186 277	158 336	158 336	158 336	160 711	163 121
- Inntekt mellom segmenter	-	- 232 567	- 218 876	- 186 277	- 158 336	- 158 336	- 158 336	- 160 711	- 163 121
Inntekt fra eksterne kunder		-	-	-	-	-	-	-	-
- Varekostnad	-	- 117 500	- 118 675	- 119 862	- 121 060	- 122 271	- 123 494	- 124 729	- 125 976
- Andre kostnader	-	- 30 000	- 30 300	- 30 603	- 30 909	- 31 218	- 31 530	- 31 846	- 32 164
Sum driftskostnader		- 147 500	- 148 975	- 150 465	- 151 969	- 153 489	- 155 024	- 156 574	- 158 140
EBITDA Region Sør*		85 067	69 901	35 812	6 366	4 846	3 312	4 136	4 981
EBITDA-margin		36,6 %	31,9 %	19,2 %	4,0 %	3,1 %	2,1 %	2,6 %	3,1 %
Salgsvirksomhet Justering									
Total segmentinntekt	13,5 %	3 284 614	3 565 038	3 217 359	2 734 755	2 734 755	2 734 755	2 775 777	2 817 413
- Inntekt mellom segmenter	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Inntekt fra eksterne kunder		3 284 614	3 565 038	3 217 359	2 734 755	2 734 755	2 734 755	2 775 777	2 817 413
- Varekostnad	-	- 3 212 352	- 3 486 607	- 3 146 577	- 2 674 591	- 2 674 591	- 2 674 591	- 2 714 710	- 2 755 430
- Andre kostnader	-	- 37 200	- 44 238	- 47 741	- 48 218	- 48 700	- 49 187	- 49 679	- 50 176
Sum driftskostnader		- 3 249 552	- 3 530 845	- 3 194 318	- 2 722 809	- 2 723 291	- 2 723 778	- 2 764 389	- 2 805 606
EBITDA Salgsvirksomhet		35 061	34 193	23 041	11 947	11 464	10 977	11 388	11 807
EBITDA-margin		1,1 %	1,0 %	0,7 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %
Konsern									
Total segmentinntekt		4 432 505	5 119 143	4 723 287	4 014 794	4 014 794	4 014 794	4 075 016	4 136 141
- Inntekt mellom segmenter		- 1 147 891	- 1 554 106	- 1 505 928	- 1 280 039	- 1 280 039	- 1 280 039	- 1 299 239	- 1 318 728
Driftsinntekter konsern		3 284 614	3 565 038	3 217 359	2 734 755	2 734 755	2 734 755	2 775 777	2 817 413
Vekst i driftsinntekter		2,3 %	8,5 %	-9,8 %	-15,0 %	0,0 %	0,0 %	1,5 %	1,5 %
- Varekostnad		- 3 699 852	- 4 184 517	- 3 945 826	- 3 481 832	- 3 489 904	- 3 498 057	- 3 546 411	- 3 595 448
- Andre kostnader		- 187 200	- 262 398	- 298 685	- 301 672	- 304 689	- 307 736	- 310 813	- 313 921
Sum driftskostnader		- 3 887 052	- 4 446 915	- 4 244 511	- 3 783 504	- 3 794 593	- 3 805 793	- 3 857 224	- 3 909 370
- Eliminering: Enkeltstående hendelser		- 42 700	- 46 345	- 41 826	- 35 552	- 35 552	- 35 552	- 36 085	- 36 626
EBITDA konsern*		502 753	625 883	436 950	195 738	184 649	173 449	181 707	190 145
EBITDA-margin		15,3 %	17,6 %	13,6 %	7,2 %	6,8 %	6,3 %	6,5 %	6,7 %
- Investeringer		- 85 000	- 128 341	- 115 825	- 98 451	- 98 451	- 98 451	- 99 928	- 101 427
- Endring i netto arbeidskapital		- 65 692	- 71 301	- 64 347	- 54 695	- 54 695	- 54 695	- 55 516	- 56 348
Kontantstrøm før skatt		352 061	426 241	256 778	42 592	31 503	20 303	26 264	32 370

*Beregnes av "Total segmentinntekt"

Tabell 44: Kontantstrøm pessimistisk scenario, Winter is coming: kort sikt

Scenario Winter is coming	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Inndata: Mellomlang og lang sikt						
Konsern						
Vekst i driftsinntekter	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
EBITDA-margin	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %
Investeringer	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %
Arbeidskapital	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %
Utdata: Mellomlang og lang sikt						
Konsern						
Driftsinntekter konsern	2 901 936	2 988 994	3 078 664	3 171 024	3 266 154	3 364 139
Sum driftskostnader	-2 553 704	-2 630 315	-2 709 224	-2 790 501	-2 874 216	-2 960 442
EBITDA konsern	348 232	358 679	369 440	380 523	391 939	403 697
- Investeringer	- 116 077	- 119 560	- 123 147	- 126 841	- 130 646	- 134 566
- Endring i netto arbeidskapital	- 116 077	- 119 560	- 123 147	- 126 841	- 130 646	- 134 566
Kontantstrøm før skatt	116 077	119 560	123 147	126 841	130 646	134 566

Tabell 45: Kontantstrøm pessimistisk scenario, Winter is coming: mellomlang og lang sikt

Dette scenarioet anses som minst sannsynlig, og tildeles dermed en sannsynlighet på 10 % for scenarioet som helhet. Det er trolig større sannsynlighet for at enkeltmomenter inntreffer, eksempelvis en lavere laksepris som følge av overkapasitet i markedet på kort, mellomlang og lang sikt.

9.3.4 Begrensninger ved scenarioanalysen

Metoden kritiseres av strategikere, som tradisjonelt sett har ansett scenarioanalyser som en kvalitativ øvelse hvor målet har vært å skape større forståelse hos beslutningstakerne fremfor å estimere et verdiesimat (Damodaran, 2012, s. 896). Modellen er, som andre modeller, ikke bedre enn innsatsfaktorene, og det er en betydelig usikkerhet relatert til de ulike variablene. Det er også en betydelig usikkerhet vedrørende tildelingen av sannsynlighetsvekter for de ulike scenarioene, som i stor grad er basert på individuelt skjønn.

På en annen side er scenarioanalysen et godt verktøy for å bedre forstå hvordan verdiesimatet påvirkes av ulike forhold, og hva som dermed kan gjøres for å redusere nedsiderisikoen og øke oppsidepotensialet i investeringen. En tvinges dermed til å reflektere over ulike forhold som kan inntreffe utover det mest sannsynlige scenarioet, og hvordan dette vil påvirke verdiesimatet. Scenarioanalysen viser også risikoen ved investeringen, fordi mer risikable investeringer vil ha en større spredning i intervallet for verdiesimatet enn mindre risikable investeringer (Damodaran, 2012, s. 896).

10. Verdsettelse

Basert på kontantstrømmene og sannsynlighetsvektene fra scenarioanalysen, estimerer vi innledningsvis den vektete verdien av totalkapitalen. Vi trekker deretter fra netto finansiell gjeld og eventuelle rabatter og premier, og legger til verdien av det fremførbare underskuddet. Dette gir oss et estimat på egenkapitalverdien, som deretter fremskrives til verdsettelsestidspunktet 11.04.2016. Videre gjennomføres en kvantitativ simulerings- og sensitivitetsanalyse for å synliggjøre usikkerheten i verdiestimatet. Deretter rimelighetssjekkes disse estimatene ved å gjennomføre en supplerende komparativ verdsettelse, og det endelige verdiestimatet fastsettes. Handelsstrategien presenteres avslutningsvis i kapittel 11.

10.1 Fundamental verdsettelse

10.1.1 Verdien av totalkapitalen

Den vektete verdien av totalkapitalen estimeres ved å diskontere kontantstrømmene fra scenarioanalysen i kapittel 9 med vår estimerte WACC fra kapittel 8 på 6,4 % i den eksplisitte perioden (kort og mellomlang sikt), og 8,5 % i terminalverdien (lang sikt). Disse tallene er imidlertid avrundet, og det påpekes derfor at vår verdsettelsesmodell tar utgangspunkt i de eksakte estimerte verdiene. Det kan videre argumenteres at den høyere vekstfaktoren for det optimistiske scenarioet på lang sikt tilsier en høyere WACC, og motsatt for det pessimistiske scenarioet. Vi anser imidlertid at disse forskjellene utligner hverandre, og legger dermed til grunn lik WACC for alle tre scenarioene. Vekstfaktoren (g) i terminalverdien til hvert enkelt scenario er tidligere begrunnet i prognoseintervallet i delkapittel 6.1.2 og scenarioanalysen. Vekstfaktoren for det nøytrale, optimistiske og pessimistiske scenarioet settes til henholdsvis 4,0 %, 4,5 % og 3,0 %.

Kontantstrømmene skal videre justeres for skatt. Den effektive skattesatsen varierer mellom bransjer og over tid, og påvirkes av vekst og kapitalintensitet (Kaldestad og Møller, 2015, s. 81). For en sterkt voksende norsk virksomhet innen fiskeoppdrett som opererer med en nominell skattesats på 25 %, anbefales en effektiv skattesats på driftsresultatet i størrelsesorden 15 % (Kinserdal, 2015b, s. 10). NRS er kapitalintensive, og den høye veksten medfører store investeringer og avskrivninger. Vi velger derfor å avvike fra den nominelle skattesatsen på 25 %, og følger anbefalingen om en effektiv skattesats på 15 %. De ulike

scenarioene har ulik vekst, og det kan dermed argumenteres for å benytte ulik skattesats i hvert enkelt scenario. Basert på at de ulike scenarioene i sum viser en høy vekst, velger vi likevel en praktisk fremgangsmåte der den effektive skattesatsen settes lik i alle tre scenarioene. Skatten beregnes av EBITDA fratrukket normale investeringer og engangsinvesteringer (Kaldestad og Møller, 2015, s. 81). Endringene i arbeidskapitalen justeres ikke for skatt, da denne ikke gir skattefradrag.

Vi benytter følgende formel for å estimere verdien av totalkapitalen:

$$\text{Verdien av totalkapitalen} = \sum_{t=1}^N \frac{\text{Kontantstrøm etter skatt år } t}{(1 + WACC_1)^t} + \frac{\text{Terminalverdi}}{(1 + WACC_2)^N}$$

der:

$$\text{Terminalverdi} = \frac{\text{Kontantstrøm etter skatt år } (N+1)}{WACC_2 - g}$$

Dette gir oss følgende diskonterte kontantstrømmer etter skatt, og dermed et verdiestimat på totalkapitalen:

Scenario Base case									
Inndata	Utdata: Verdiestimat på totalkapitalen								
WACC ₁ eksplisitt periode	6,4 %	Sum diskonterte kontantstrømmer e.s.						4 401 725	
WACC ₂ terminalverdi	8,5 %								
Vekst i terminalverdi	4,0 %								
Effektiv skattesats	15,0 %								
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
Kort sikt									
EBITDA konsern	705 548	893 406	727 494	465 136	544 247	563 839	616 303	673 052	
- Investeringer	- 85 000	- 325 000	- 310 000	- 136 631	- 147 996	- 151 788	- 158 106	- 164 785	
- Endring i netto arbeidskapital	- 196 286	- 213 422	- 197 063	- 170 788	- 184 995	- 189 735	- 197 633	- 205 981	
Kontantstrøm før skatt	424 262	354 985	220 431	157 717	211 256	222 316	260 565	302 286	
- Effektiv skatt	- 93 082	- 85 261	- 62 624	- 49 276	- 59 438	- 61 808	- 68 730	- 76 240	
Kontantstrøm etter skatt	331 180	269 724	157 807	108 441	151 818	160 508	191 835	226 046	
Diskontert kontantstrøm e.s.	311 389	238 451	131 173	84 753	111 564	110 902	124 626	138 076	
	2024	2025	2026	2027	2028	Terminal			
Mellomlang og lang sikt									
EBITDA konsern	720 521	763 752	809 577	858 152	909 641				
- Investeringer	- 174 672	- 185 152	- 196 261	- 208 037	- 220 519				
- Endring i netto arbeidskapital	- 218 340	- 231 440	- 245 327	- 260 046	- 275 649				
Kontantstrøm før skatt	327 510	347 160	367 990	390 069	413 473				
- Effektiv skatt	- 81 877	- 86 790	- 91 997	- 97 517	- 103 368				
Kontantstrøm etter skatt	245 632	260 370	275 992	292 552	310 105	7 107 640			
Diskontert kontantstrøm e.s.	141 074	140 602	140 132	139 664	139 197	2 450 123			

Tabell 46: Diskonterte kontantstrømmer etter skatt, nøytralt scenario: Base case

Scenario Fiskelykke									
Inndata	Utdata: Verdiestimat på totalkapitalen								
WACC ₁ eksplisitt periode	6,4 %	Sum diskonterte kontantstrømmer e.s.							7 797 316
WACC ₂ terminalverdi	8,5 %								
Vekst i terminalverdi	4,5 %								
Effektiv skattesats	15,0 %								
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
Kort sikt									
EBITDA konsern	815 517	1 120 882	868 235	633 984	753 565	790 062	907 089	989 754	
- Investeringer	- 85 000	- 325 000	- 310 000	- 164 963	- 179 144	- 183 637	- 196 297	- 204 604	
- Endring i netto arbeidskapital	- 210 503	- 234 979	- 207 471	- 183 293	- 199 049	- 204 041	- 218 108	- 227 338	
Kontantstrøm før skatt	520 014	560 904	350 764	285 728	375 372	402 384	492 684	557 813	
- Effektiv skatt	- 109 577	- 119 382	- 83 735	- 70 353	- 86 163	- 90 964	- 106 619	- 117 773	
Kontantstrøm etter skatt	410 436	441 521	267 029	215 375	289 209	311 421	386 065	440 040	
Diskontert kontantstrøm e.s.	385 910	390 330	221 962	168 327	212 526	215 173	250 808	268 790	
	2024	2025	2026	2027	2028	Terminal			
Mellomlang og lang sikt									
EBITDA konsern	968 459	1 031 409	1 098 450	1 169 849	1 245 890				
- Investeringer	- 217 903	- 232 067	- 247 151	- 263 216	- 280 325				
- Endring i netto arbeidskapital	- 242 115	- 257 852	- 274 613	- 292 462	- 311 472				
Kontantstrøm før skatt	508 441	541 490	576 686	614 171	654 092				
- Effektiv skatt	- 112 583	- 119 901	- 127 695	- 135 995	- 144 835				
Kontantstrøm etter skatt	395 858	421 588	448 992	478 176	509 257	13 180 780			
Diskontert kontantstrøm e.s.	227 352	227 661	227 970	228 280	228 590	4 543 636			

Tabell 47: Diskonterte kontantstrømmer etter skatt, optimistisk scenario: Fiskelykke

Scenario Winter is coming									
Inndata	Utdata: Verdiestimat på totalkapitalen								
WACC ₁ eksplisitt periode	6,4 %	Sum diskonterte kontantstrømmer e.s.							1 624 322
WACC ₂ terminalverdi	8,5 %								
Vekst i terminalverdi	3,0 %								
Effektiv skattesats	15,0 %								
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
Kort sikt									
EBITDA konsern	502 753	625 883	436 950	195 738	184 649	173 449	181 707	190 145	
- Investeringer	- 85 000	- 128 341	- 115 825	- 98 451	- 98 451	- 98 451	- 99 928	- 101 427	
- Endring i netto arbeidskapital	- 65 692	- 71 301	- 64 347	- 54 695	- 54 695	- 54 695	- 55 516	- 56 348	
Kontantstrøm før skatt	352 061	426 241	256 778	42 592	31 503	20 303	26 264	32 370	
- Effektiv skatt	- 62 663	- 74 631	- 48 169	- 14 593	- 12 930	- 11 250	- 12 267	- 13 308	
Kontantstrøm etter skatt	289 398	351 610	208 609	27 999	18 573	9 053	13 997	19 062	
Diskontert kontantstrøm e.s.	272 104	310 843	173 402	21 883	13 649	6 255	9 093	11 644	
	2024	2025	2026	2027	2028	Terminal			
Mellomlang og lang sikt									
EBITDA konsern	348 232	358 679	369 440	380 523	391 939				
- Investeringer	- 116 077	- 119 560	- 123 147	- 126 841	- 130 646				
- Endring i netto arbeidskapital	- 116 077	- 119 560	- 123 147	- 126 841	- 130 646				
Kontantstrøm før skatt	116 077	119 560	123 147	126 841	130 646				
- Effektiv skatt	- 34 823	- 35 868	- 36 944	- 38 052	- 39 194				
Kontantstrøm etter skatt	81 254	83 692	86 203	88 789	91 452	1 701 054			
Diskontert kontantstrøm e.s.	46 667	45 194	43 768	42 388	41 050	586 382			

Tabell 48: Diskonterte kontantstrømmer etter skatt, pessimistisk scenario: Winter is coming

10.1.2 Netto finansiell gjeld

Netto finansiell gjeld, der også finansielle eiendeler og eiendeler tilgjengelig for salg inngår, trekkes fra verdien av totalkapitalen. Dette skal teoretisk sett være etter skatt. I praksis er det derimot slik at noen av eiendelene står oppført etter skatt i balansen, som eksempelvis investering i tilknyttede selskap, mens andre eiendeler står oppført før skatt. Det er også ulike skattesatser på ulike eiendeler. Skatteberegningen utgjør kun marginale endringer i verdiesimatet, og vi benytter derfor en praktisk tilnærming hvor det forutsettes at netto finansiell gjeld er balanseført etter skatt.

Netto finansiell gjeld ble i delkapittel 5.1 beregnet til 553,9 MNOK.

10.1.3 Rabatter og premier

I verdsettelsesterminologi er rabatter og premier prisjusteringer som tar høyde for en risiko som ikke er tatt hensyn til i verken kontantstrømmen eller i avkastningskravet (Kaldestad og Møller, 2015, s. 199). Videre tar vi utgangspunkt i utvalgte rabatter og premier, og drøfter hvorvidt disse påvirker markedsverdien av egenkapitalen eller ikke.

Likviditetsrabatt

Full prising av en aksje forutsetter at det alltid finnes nok kjøpere og selgere. Dersom store aksjeposter holdes av langsiktige investorer og derfor ikke omsettes, skal det være en likviditetsrabatt (Kaldestad og Møller, 2015, s. 202). NRS er en aksje med høyt omsetningsvolum og svak konsentrasjon av eiere, der den største eierandelen er på 15,0 % (Norway Royal Salmon, 2016b, s. 17). Vi velger derfor ikke å trekke fra en likviditetsrabatt.

Småselskapspremie

En småselskapspremie kan oppstå fordi små virksomheter antas å bli relativt sett hardere rammet av mulige uhell og katastrofer enn store virksomheter. Småselskapspremien kan også oppstå som følge av høyere agentkostnader grunnet svakere virksomhetsstyring, manglende tillit til økonomisk rapportering og at lite diversifiserte eiere krever en ekstra risikopremie (Kaldestad og Møller, 2015, s. 204). På en annen side kan mindre administrasjon og færre kontroller ha en positiv kostnadseffekt som kan gi høyere kontantstrømmer, relativt sett. De fremtidige kostnadene til NRS er imidlertid synliggjort i scenarioanalysen, og for å unngå dobbelttelling velger vi derfor ikke å trekke fra en småselskapspremie.

Finansielt stress og konkursrisiko

Dersom en virksomhet først er kommet i en situasjon der den ikke er i stand til å refinansiere, vil kreditorene ta marginer langt ut over en rimelig prising (Kaldestad og Møller, 2015, s. 206). Både konkurskostnaden og risikoen for en utvannende emisjon vil da reflekteres i aksjeprisen. Vi har i kredittrisikooanalysen i kapittel 7 vist at NRS har god likviditet og soliditet, og vi har videre reflektert den fremtidige konkurssannsynligheten i kredittrisikopremien i avkastningskravet. Vi mener derfor disse faktorene er tilstrekkelig ivaretatt i verdiestimatet, og justerer ikke for finansielt stress og konkursrisiko.

Oppsummert velger vi derfor ikke å justere for rabatter og premier.

10.1.4 Fremførbart underskudd

Verdien av et eventuelt fremførbart underskudd legges til verdien av totalkapitalen. Et fremførbart underskudd oppstår når en virksomhet tidligere har hatt et skattemessig tap som er fremførbart. For NRS (2016b, s. 3) utgjør dette 106,0 MNOK. Verdien av det fremførbare underskuddet avhenger av om og når det kan benyttes. NRS har kun virksomhet i Norge, og underskuddet kan dermed nyttes. Med bakgrunn i de ulike scenarioene legges det til grunn at det fremførbare underskuddet kan nyttes allerede i 2016. Basert på en nominell skattesats på 25 %, estimerer vi en diskontert verdi av det fremførbare underskuddet på 24,9 MNOK.

10.1.5 Vektet verdi av egenkapitalen

Vi får dermed følgende vektete verdi av egenkapitalen per 31.12.2015:

	Base case	Fiskelykke	Winter is coming
Inndata			
Sannsynlighetsvekt	70,0 %	20,0 %	10,0 %
WACC ₁ eksplisitt periode	6,4 %	6,4 %	6,4 %
WACC ₂ terminalverdi	8,5 %	8,5 %	8,5 %
Vekstrate terminalverdi	4,0 %	4,5 %	3,0 %
Antall aksjer	43 572 191	43 572 191	43 572 191
Utdata			
Diskontert eksplisitt periode	1 951 602	3 253 680	1 037 940
Diskontert terminalverdi	2 450 123	4 543 636	586 382
Verdi av totalkapitalen	4 401 725	7 797 316	1 624 322
- Netto finansiell gjeld	-553 939	-553 939	-553 939
- Rabatter og premier	0	0	0
+ Verdi fremførbart overskudd	24 916	24 916	24 916
Verdi av egenkapitalen	3 872 702	7 268 293	1 095 299
Pris per aksje	88,9	166,8	25,1
Vektet verdi av egenkapitalen	4 274 080		
Vektet pris per aksje	98,1		

Tabell 49: Vektet verdi av egenkapitalen

Den vektete verdien av egenkapitalen på 4 274,1 MNOK utgjør en pris per aksje på 98,1 NOK.

10.1.6 Fremskriving av egenkapitalverdien

Den estimerte egenkapitalverdien er per 31.12.2015, og vi fremskriver derfor denne til verdsettelsestidspunktet 11.04.2016 for å ha et bedre sammenligningsgrunnlag med markedsprisen. Følgende formel benyttes for å fremskrive egenkapitalverdien (Knivsflå, 2016c, s. 20):

$$VEK_{0+N} = VEK_0 \times (1+R_{el})^{\frac{N}{366}} - BUT_{0+t} \times (1+R_{el})^{\frac{N-t}{366}}$$

der:

VEK_{0+N}	=	Verdien av egenkapitalen på verdsettelsestidspunktet
VEK_0	=	Verdien av egenkapitalen per 31.12
BUT_{0+t}	=	Betalt utbytte på tidspunkt t i perioden fra 31.12 til verdsettelsestidspunktet
R_{e1}	=	Avkastningskravet til egenkapitalen
N	=	Antall dager verdierestimert fremskrives
N – t	=	Antall dager utbyttet fremskrives

Det har ved verdsettelsestidspunktet ikke blitt utbetalt utbytte. Vi får dermed per 11.04.2016 et foreløpig verdierestimert per aksje på 100,1 NOK.

10.1.7 Oppsummering av den fundamentale verdsettelsen

Verdien av totalkapitalen ble estimert ved å vekte de diskonterte kontantstrømmene etter skatt. Ved å trekke fra netto finansiell gjeld og legge til verdien av det fremførbare underskuddet, kom vi frem til et verdierestimert på 98,1 NOK per aksje per 31.12.2015. Det ble videre gjennomført en fremskriving til verdsettelsestidspunktet 11.04.2016, der det foreløpige verdierestimert ble beregnet til 100,1 NOK per aksje.

Dette er et punkttestimat for prisen per aksje, basert på den forventede utviklingen til ulike innsatsfaktorer. Det ble i delkapittel 3.1 gjort rede for at det er betydelig usikkerhet relatert til disse innsatsfaktorene, og dermed også verdierestimert. Vi vil videre analysere denne usikkerheten.

10.2 Analyse av usikkerhet

Damodaran (2012, s. 894) argumenterer for at Monte Carlo-simuleringer er den beste tilnærmingen for å forstå usikkerheten i verdierestimert. Vi vil derfor innledningsvis synliggjøre denne usikkerheten ved å gjennomføre en simuleringsanalyse ved hjelp av *Crystal Ball*, et tilleggsprogram til Microsoft Excel. Med utgangspunkt i det estimerte prognoseintervallet i kapittel 6 og intervallet til innsatsfaktorene til avkastningskravet i

kapittel 8, defineres et sett av kritiske innsatsfaktorer som stokastiske variabler. Dette gir oss dermed en sannsynlighetsfordeling for verdiestimatet fremfor et punktestimat (Knivsflå, 2016c, s. 21). Simuleringsanalysen gir oss også informasjon om hvilke innsatsfaktorer som har størst forklaringsgrad på variasjonen i verdiestimatet, og det tas deretter utgangspunkt i disse for å gjennomføre en sensitivitetsanalyse. Vi synliggjør da usikkerheten ved hver enkelt innsatsfaktor, og illustrerer hvordan dette påvirker verdiestimatet (Knivsflå, 2016c, s. 10).

10.2.1 Simuleringsanalyse

En simuleringsanalyse baserer seg på sannsynlighetsfordelinger for hver enkelt variabel. I scenarioanalysen i kapittel 9 valgte vi et punktestimat til hver enkelt variabel i hvert scenario. Simuleringsanalysen gir en sannsynlighetsfordeling av verdiestimatet fremfor et punktestimat, noe som bedre illustrerer usikkerheten i verdiestimatet. Vi følger Damodarans (2012, s. 908) tre steg for simuleringsanalysen:

- **Steg 1:** Valg av variabler
- **Steg 2:** Valg av utfallsrom og sannsynlighetsfordeling
- **Steg 3:** Valg av korrelasjon mellom variablene

Steg 1: Valg av variabler

Det er verken praktisk eller nødvendig å simulere over alle tenkelige kilder til usikkerhet i en simuleringsanalyse, og de variablene med størst effekt på kontantstrømmen bør derfor velges (Kaldestad og Møller, 2015, s. 98-99). Vi tar derfor utgangspunkt i de *driftsmessige variablene* fra prognoseintervallet i kapittel 6, og et utvalg av de *finansielle variablene* benyttet til å estimere avkastningskravet i kapittel 8.

Av driftsmessige variabler på kort sikt simuleres dermed *laksepris*, *kvantum*, *varekostnad*, *andre driftskostnader*, *kostnadsvekst* og *enkeltstående hendelser*, mens *driftsinntektsvekst* og *EBITDA-margin* simuleres på mellomlang og lang sikt. *Investeringer* og *endring i netto arbeidskapital* simuleres på kort, mellomlang og lang sikt.

Risikofri rente, *markedets risikopremie* og *egenkapitalbeta* grupperes som finansielle variabler, og simuleres på kort, mellomlang og lang sikt.

Steg 2: Valg av utfallsrom og sannsynlighetsfordeling

Dette er den viktigste, men vanskeligste delen av simuleringsanalysen (Damodaran, 2012, s. 908). Det tas utgangspunkt i historiske data for å beregne utfallsrom og sannsynlighetsfordeling til de ulike variablene. Historiske data er ikke nødvendigvis representative for fremtiden, og det kreves dermed et visst skjønn når fremtidige sannsynlighetsfordelinger utarbeides.

Det er særlig stor usikkerhet relatert til EBITDA-marginen på mellomlang og lang sikt, og vi antar videre en *normalfordeling* av disse variablene. Forventningsverdien settes til 16,5 %, tilsvarende det nøytrale anslaget fra prognoseintervallet i kapittel 6. Standardavviket på mellomlang sikt estimeres basert på det historiske standardavviket i perioden fra 2008 til 2015. NRS og de sammenlignbare virksomheten hadde i denne perioden et standardavvik på henholdsvis 3,0 % og 5,6 %. Standardavviket må også ses i sammenheng med den gjennomsnittlige EBITDA-marginen i samme periode, som for NRS og de sammenlignbare virksomheten var på henholdsvis 5,7 % og 14,9 %. Det forventes høyere EBITDA-margin for NRS i fremtiden, hvilket taler for å vektlegge standardavviket til bransjen mest. Det ble i delkapittel 2.1.3 imidlertid gjort rede for at sykdomsproblematikken i Chile i perioden 2008 til 2011 førte til en høy volatilitet i lakseprisen, og dermed også EBITDA-marginen. Dermed kan det argumenteres at det historiske standardavviket til bransjen er for høyt. Basert på en skjønsmessig vurdering settes dermed standardavviket på mellomlang sikt til 3,0 %. I henhold til økonomisk teori forventes det at standardavviket reduseres på lang sikt, og settes dermed skjønsmessig til 2,0 % (Knivsfå, 2016c, s. 31).

Normalfordeling har også sine svakheter. I praksis vil nedsiden ofte inneholde ett eller flere katastrofescenarioer, mens oppsiden ofte vil være begrenset av kapasitetsbeskrankninger, konkurranse og kundenes betalingsvilje (Kaldestad og Møller, 2015, s. 99). Videre benyttes derfor *uniform*, *Bernoulli-* og *triangulær fordeling*, som alle tar utgangspunkt i en definert minimums- og maksimumsverdi.

Det ble i kapittel 6 og 8 gjort rede for at driftsinntektene på lang sikt, den risikofrie renten og markedets risikopremie også er forbundet med særlig usikkerhet, og basert på den historiske analysen finner vi ikke spesifikke verdier i det definerte utfallsrommet som peker seg ut som vesentlig mer sannsynlig enn andre. Derfor velger vi å følge Knivsfå (2016c, s. 31-35) anbefaling om uniform sannsynlighetsfordeling for disse variablene, hvor de ulike utfallene i et definert intervall anses å være like sannsynlige. Utfallsrommet til driftsinntektene på lang

sikt settes lik prognoseintervallet i kapittel 6, og utfallsrommet til den risikofrie renten og markedets risikopremie settes lik intervallet i kapittel 8.

Det ble i scenarioanalysen i kapittel 9 anslått en sannsynlighet på totalt 90 % for at NRS tildeles utviklingskonsesjoner for offshore oppdrettsanlegg i 2016, og dermed oppnår en volumøkning på 6 000 tonn i 2020. Det er dermed to sannsynlige utfall: (1) kvantumet øker med 6 000 tonn, i tillegg til en generell volumvekst, eller (2) kvantumet øker kun med en generell volumvekst. Med bakgrunn i sannsynlighetsvektene fra scenarioanalysen defineres derfor kvantumet i 2020 som en Bernoulli-fordeling med to mulige utfall, der det (1) anslås en sannsynlighet på 90 % for en kvantumsøkning på 6 000 tonn utover en generell volumvekst, og (2) en 10 % sannsynlighet for at kvantumet kun øker med en generell volumvekst.

For resterende variabler velges en triangulær fordeling. Minimums- og maksimumsverdien settes lik den nedre og øvre grensen av intervallet i kapittel 6 og 8, og forventningsverdien settes lik det nøytrale anslaget.

De ulike variablene oppsummeres i følgende tabell:

Variabel	Sannsynlighetsfordeling	Forventningsverdi	Standardavvik og [Min, Max]
Driftsmessige variabler			
Laksepris 2016	Triangulær fordeling	54,9	[49.9 , 59.9]
Laksepris 2017	Triangulær fordeling	52,0	[47.0 , 57.0]
Laksepris 2018	Triangulær fordeling	45,0	[40.0 , 50.0]
Laksepris 2019	Triangulær fordeling	39,0	[34.0 , 44.0]
Laksepris 2020	Triangulær fordeling	39,0	[34.0 , 44.0]
Laksepris 2021	Triangulær fordeling	39,0	[34.0 , 44.0]
Laksepris 2022	Triangulær fordeling	39,6	[34.5 , 44.7]
Laksepris 2023	Triangulær fordeling	40,2	[35.0 , 45.3]
Kvantum Region Nord 2016	Triangulær fordeling	21 400	[20000 , 22000]
Kvantum Region Nord 2017	Triangulær fordeling	33 000	[31000 , 37000]
Kvantum Region Nord 2018	Triangulær fordeling	39 000	[36000 , 39000]
Kvantum Region Nord 2019	Triangulær fordeling	39 000	[36000 , 40950]
Kvantum Region Nord 2020	Bernoulli-fordeling	p = 0,9	[37800 , 46950]
Årlig kvantumsvekst Region Nord 2021-2023	Triangulær fordeling	5,0 %	[0.0 % , 7.0 %]
Kvantum Region Sør 2016	Triangulær fordeling	6 000	[5000 , 6000]
Kvantum Region Sør 2017	Triangulær fordeling	6 000	[5000 , 6000]
Kvantum Region Sør 2018	Triangulær fordeling	6 000	[5000 , 6000]
Kvantum Region Sør 2019	Triangulær fordeling	6 000	[5000 , 6000]
Kvantum Region Sør 2020	Triangulær fordeling	6 000	[5000 , 6000]
Årlig kvantumsvekst Region Sør 2021-2023	Triangulær fordeling	5,0 %	[0.0 % , 5.0 %]
Kvantum salgsvirksomhet 2016	Triangulær fordeling	40 000	[37000 , 44000]
Kvantum salgsvirksomhet 2017	Triangulær fordeling	40 000	[37000 , 44000]
Kvantum salgsvirksomhet 2018	Triangulær fordeling	40 000	[37000 , 44000]
Kvantum salgsvirksomhet 2019	Triangulær fordeling	40 000	[37000 , 44000]
Kvantum salgsvirksomhet 2020	Triangulær fordeling	40 000	[37000 , 44000]
Kvantum salgsvirksomhet 2021	Triangulær fordeling	40 000	[37000 , 44000]
Kvantum salgsvirksomhet 2022	Triangulær fordeling	40 000	[37000 , 44000]
Kvantum salgsvirksomhet 2023	Triangulær fordeling	40 000	[37000 , 44000]
Varekostn./Volum. Region Nord kort sikt	Triangulær fordeling	18,5	[17.0 , 21.3]
Varekostn./Volum Region Sør kort sikt	Triangulær fordeling	23,5	[19.5 , 26.9]
Årlig økning Varekostn./Volum kort sikt	Triangulær fordeling	0,5 %	[0.0 % , 1.5 %]
Varekostn./Inntekter salgsvirksomhet kort sikt	Triangulær fordeling	97,3 %	[97.0 % , 97.8 %]
Andre kostn./Volum Region Nord kort sikt	Triangulær fordeling	6,0	[4.5 , 7.0]
Andre kostn./Volum Region Sør kort sikt	Triangulær fordeling	6,0	[4.5 , 7.0]
Andre kostn./Volum salgsvirksomhet kort sikt	Triangulær fordeling	0,6	[0.50 , 0.65]
Årlig økning Andre kostn./Volum kort sikt	Triangulær fordeling	0,5 %	[0.0 % , 1.5 %]
Enkeltstående hendelser kort sikt	Triangulær fordeling	1,1 %	[0.7 % , 1.5 %]
Investeringer 2019-2023	Triangulær fordeling	4,0 %	[3.6 % , 4.5 %]
Investeringer mellomlang sikt	Triangulær fordeling	4,0 %	[3.6 % , 4.5 %]
Investeringer lang sikt	Triangulær fordeling	4,0 %	[3.6 % , 4.5 %]
Arbeidskapital kort sikt	Triangulær fordeling	5,0 %	[2.0 % , 6.0 %]
Arbeidskapital mellomlang sikt	Triangulær fordeling	5,0 %	[2.0 % , 6.0 %]
Arbeidskapital lang sikt	Triangulær fordeling	5,0 %	[2.0 % , 6.0 %]
Driftsinntektsvekst mellomlang sikt	Triangulær fordeling	6,0 %	[3.0 % , 8.0 %]
Driftsinntektsvekst lang sikt	Uniform fordeling	-	[3.0 % , 5.0 %]
EBITDA-margin mellomlang sikt	Normalfordeling	16,5 %	3,0 %
EBITDA-margin lang sikt	Normalfordeling	16,5 %	2,0 %
Finansielle variabler			
Risikofri rente kort og mellomlang sikt	Uniform fordeling	-	[1.0 % , 1.5 %]
Risikofri rente lang sikt	Uniform fordeling	-	[3.0 % , 5.0 %]
Markedets risikopremie kort og mellomlang sikt	Uniform fordeling	-	[5.0 % , 5.5 %]
Markedets risikopremie lang sikt	Uniform fordeling	-	[4.5 % , 5.5 %]
Egenkapitalbeta	Triangulær fordeling	1,1	[0.8 , 1.4]

Tabell 50: Variabler i simuleringsanalysen

Steg 3: Valg av korrelasjon mellom variablene

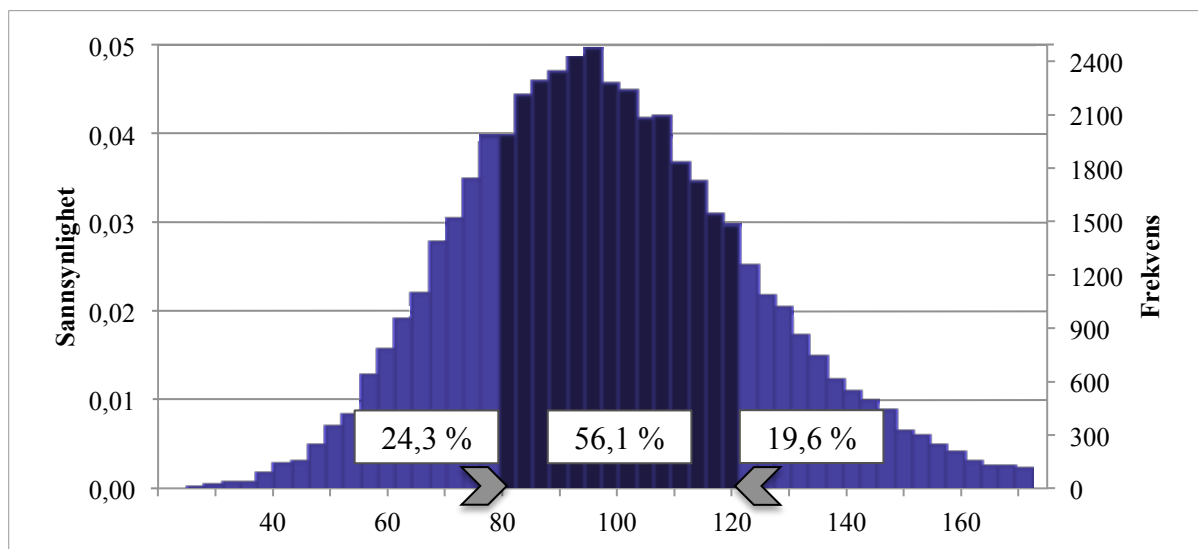
For å få et best mulig verdiestimat bør eventuelle korrelasjoner mellom de ulike variablene defineres (Damodaran, 2012, s. 910), og sterkt korrelerte usikkerheter bør om mulig slås sammen (Kaldestad og Møller, 2015, s. 99).

Flere av variablene er korrelerte, men dette er i stor grad tatt høyde for under utarbeidelsen av vår Excel-baserte verdsettelsesmodell. Eksempelvis har vi i kapittel 6 vist at varekostnadene for oppdrettsvirksomheten er høyt korrelert med produsert volum, og mindre korrelert med driftsinntektene. Derfor ble produsert volum valgt som driver for fremtidige varekostnader for oppdrettsvirksomheten. Videre er den eventuelle tildelingen av utviklingskonsesjoner i 2016 programmert inn som en Bernoulli-fordeling, med 90 % sannsynlighet for suksess. Dersom tildelingen inntreffer, tar modellen høyde for at investeringsnivået i 2017 og 2018 øker tilsvarende engangsinvesteringen. Kvantumet er programmert til å øke i 2020 dersom tildelingen inntreffer, og kvantumsberegningen fra 2021 og utover er derfor beregnet som prosentvis vekst fremfor et absolutt volum. Kvantumet fra 2021 betinges dermed av om tildelingen inntreffer eller ikke.

Likevel er ikke alle tenkelige korrelasjoner programmert inn i vår modell. Det ble i scenarioanalysen lagt til grunn at en høy driftsinntektsvekst på lang sikt også forutsetter en høyere risikofri rente på lang sikt. Derfor definerer vi en korrelasjon på 0,8 mellom disse variablene. Videre ble det i delkapittel 8.1.3 gjort rede for at markedets risikopremie er negativt korrelert med nivået på den risikofrie renten, og vi definerer derfor en korrelasjon på -0,8 mellom disse variablene på lang sikt. Vi har også i delkapittel 6.4 vist en korrelasjon på 0,5 mellom endringen i arbeidskapitalen og veksten i driftsinntektene. På kort sikt er kvantumsutviklingen i Region Nord en driver for veksten i driftsinntektene, og dermed arbeidskapitalen. Derfor defineres det på kort sikt en korrelasjon på 0,5 mellom endring i arbeidskapitalen og kvantumet i Region Nord. På mellomlang og lang sikt defineres en korrelasjon på 0,5 mellom endring i arbeidskapitalen og vekst i driftsinntektene.

Resultater fra simuleringsanalysen

For å synliggjøre usikkerheten i verdiestimatet på 100,1 NOK per aksje, er det foretatt 50 000 trekninger i Crystal Ball. Den nedre grensen for verdiestimatet er satt til 0 NOK, hvilket tilsier en konkurs, og den øvre grensen er skjønnsmessig satt til 250 NOK. Simuleringsanalysen gir følgende resultat:



Figur 52: Resultatet fra simuleringsanalysen

Statistikk	Prognoseverdier
Antall trekninger	50 000
Gjennomsnitt	98,9
Median	96,8
Standardavvik	26,2
Årlig prosentvis standardavvik	26,5 %
Filtrerte verdier	0

Tabell 51: Resultatet fra simuleringsanalysen

Simuleringsanalysen gir et gjennomsnitt og en median på henholdsvis 98,9 og 96,8 NOK per aksje. Dette er noe lavere enn vårt tidligere verdiestimat på 100,1 NOK per aksje. Det er lagt til grunn samme fremskriving, netto finansiell gjeld, rabatter og premier som i forrige delkapittel, slik at estimatene er direkte sammenlignbare. Videre bekrefter det årlige prosentvise standardavviket på 26,5 % den betydelige usikkerheten ved verdiestimatet. Tabellen viser også at simuleringen gir 0 filtrerte verdier, hvilket innebærer at ingen av trekningene gir et verdiestimat utenfor den definerte nedre og øvre grensen på henholdsvis 0 og 250 NOK.

Figur 52 viser også aksjens oppsidepotensial og nedsiderisiko. Det er stor usikkerhet relatert til variabelenes sannsynlighetsfordeling og utfallsrom, og vi definerer derfor den øvre og nedre grenseverdien til +/- 20 % av verdiestimatet på 100,1 NOK per aksje, nærmere bestemt 120,1 og 80,1 NOK per aksje. Figuren illustrerer at sannsynligheten for et verdiestimat høyere enn den øvre grenseverdien er 19,6 %, og sannsynligheten for et lavere

verdiestimat enn den nedre grenseverdien er 24,3 %. Dermed har aksjen noe større nedsiderisiko enn oppsidepotensial.

10.2.2 Sensitivitetsanalyse

Forklaring av variasjonen i verdiestimatet

Gjennom simuleringsanalysen har vi nå vist sannsynlighetsfordelingen til verdiestimatet, samt aksjens oppsidepotensial og nedsiderisiko. Det er også interessant å analysere hvordan hver enkelt variabel påvirker verdiestimatet, og dette gjennomføres i det følgende ved hjelp av en sensitivitetsanalyse (Knivsflå, 2016c, s. 10). Vi innleder med å illustrere i hvilken grad de ulike variablene bidrar til å forklare den totale variasjonen i verdiestimatet:

Variabel	Forklaringsgrad
EBITDA-margin lang sikt	42,7 %
Egenkapitalbeta	20,9 %
EBITDA-margin mellomlang sikt	7,8 %
Arbeidskapital lang sikt	6,1 %
Risikofri rente lang sikt	5,5 %
Laksepris 2023	3,7 %
Varekostnad/Volum Region Nord kort sikt	3,2 %
Driftsinntektsvekst lang sikt	2,8 %
Markedets risikopremie lang sikt	1,4 %
Arbeidskapital kort sikt	1,3 %
Laksepris 2016-2022 (gruppert)	1,2 %
Andre kostnader/Volum Region Nord kort sikt	1,1 %
Driftsinntektsvekst mellomlang sikt	0,5 %
Investeringer lang sikt	0,4 %
Årlig økning Varekostnader/Volum kort sikt	0,2 %
Kvantum salgsvirksomhet kort sikt (2016-2023 gruppert)	0,2 %
Øvrige variabler	0,9 %

Tabell 52: Forklaring av variasjonen i verdiestimatet

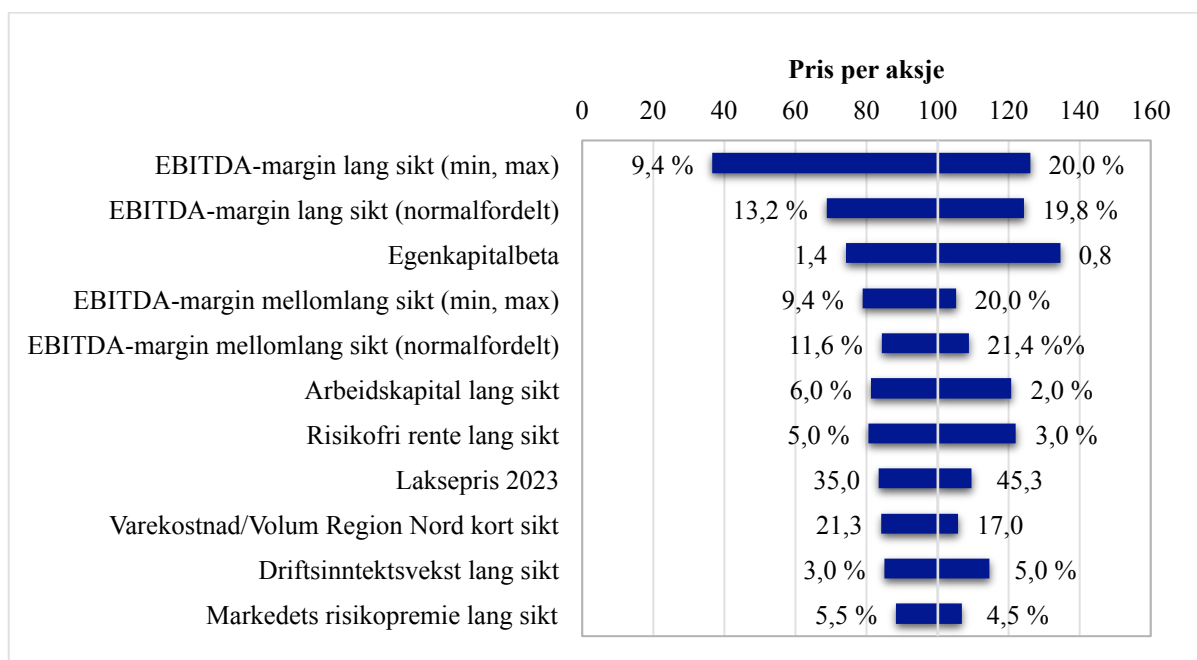
Tabellen illustrerer at EBITDA-marginen på lang sikt forklarer hele 42,7 % av variasjonen i verdiestimatet. Driftsinntektsveksten på lang sikt, EBITDA-marginen på mellomlang sikt, lakseprisen i 2023 og varekostnaden til Region Nord på kort sikt forklarer henholdsvis 2,8 %, 7,8 %, 3,7 og 3,2 %. Mye av oppsidepotensialet består dermed av at lakseprisene i gjennomsnitt holder et middels til høyt nivå, kombinert med en reduksjon i kostnadene. Fordi lakseprisen fastsettes av tilbudet og etterspørselen i markedet, er det kostnadene NRS har mulighet til å påvirke for å oppnå en økt EBITDA-margin. Det vil trolig være særlig store fremskritt for å forbedre de miljømessige utfordringene på mellomlang og lang sikt, noe som kan føre til en ytterligere kostnadsreduksjon. Det kan imidlertid tenkes at dette vil

påvirke tildelingen av konsesjoner, og dermed det globale tilbudet. Dersom tilbudet er stort nok, vil lakseprisen reduseres. Det er da utfordrende å opprettholde høye EBITDA-marginer, uansett hvor kostnadseffektiv virksomheten er.

Videre ser vi at de finansielle variablene egenkapitalbeta, risikofri rente på lang sikt og markedets risikopremie på lang sikt forklarer henholdsvis 20,9 %, 5,5 % og 1,4 % av variasjonen i verdiestimatet, hvilket totalt sett utgjør 27,8 %.

Variablenes påvirkning på verdiestimatet

Vi velger videre ut variablene med størst forklaringsgrad på variasjonen i verdiestimatet. De valgte variablene har en akkumulert forklaringsgrad på 95,4 %. Hvordan disse påvirker verdiestimatet, illustreres videre i et tornadodiagram:



Figur 53: Variablenes påvirkning på verdiestimatet

EBITDA-marginen på mellomlang og lang sikt ble i prognoseintervallet i delkapittel 6.2.2 definert med en nedre og øvre grenseverdi på henholdsvis 9,4 % og 20,0 %. I simuleringsanalysen ble disse variablene imidlertid definert som normalfordelte med forventningsverdi lik 16,5 %. Vi viser derfor begge disse intervallene sin påvirkning på verdiestimatet, der den nedre og øvre grensen til den normalfordelte variabelen settes i henhold til et 90 % konfidensintervall. Resterende variablers nedre og øvre grense tilsvarer grensene fra simuleringsanalysen, som igjen baserer seg på grensene fra intervallene i kapittel 6 og 8.

Den nedre og øvre grensen til EBITDA-marginen på lang sikt (min, max) medfører et verdiesimat per aksje på henholdsvis 36,7 og 126,1 NOK. Dette tilsvarer en bredde i verdiesimatet på hele 89,4 NOK. For den normalfordelte variabelen utgjør den nedre og øvre grensen henholdsvis 68,8 og 124,3 NOK, hvilket tilsvarer en bredde på 55,5 NOK. Resterende variabler har en gjennomsnittlig bredde i verdiesimatet på 32,9 NOK per aksje. Videre påpekes det at den nedre og øvre grensen til lakseprisen i 2023 utgjør et verdiesimat per aksje på henholdsvis 83,5 og 109,6 NOK, hvilket tilsier en unaturlig stor bredde i intervallet på 26,1 NOK. Bakgrunnen for dette er at vår verdsettelsesmodell er konstruert slik at den prosentvise driftsinntektsveksten på mellomlang sikt baserer seg på driftsinntekten i 2023, og en høy laksepris dette året vil dermed forsterke denne veksten i absolutte tall og dermed gi store utslag i verdiesimatet.

10.2.3 Oppsummering av simulerings- og sensitivitetsanalysen

Simulerings- og sensitivitetsanalysen bekrefter at det er særdeles stor usikkerhet relatert til punkttestimatet på 100,1 NOK per aksje, hvor det årlige prosentvise standardavviket ble beregnet til 26,5 %. Vi estimerte nedsiderisikoen på 24,3 % til å være større enn oppsidepotensialet på 19,6 %. Videre fant vi at det i hovedsak er variabler på lang sikt som har størst forklaringsgrad på variasjonen i verdiesimatet. Den normalfordelte EBITDA-marginen på lang sikt forklarer hele 42,7 % av variasjonen i verdiesimatet, og ved å gjennomføre en sensitivitetsanalyse viste vi at denne variabelen innenfor et 90 % konfidensintervall gir en nedre og øvre grense på verdiesimatet på henholdsvis 68,8 og 124,3 NOK per aksje. Dette tilsvarer en bredde i intervallet på 55,5 NOK per aksje. Det ble avslutningsvis i sensitivitetsanalysen illustrert at de resterende analyserte variablene gir en gjennomsnittlig bredde i intervallet til verdiesimatet på 32,9 NOK per aksje.

10.2.4 Begrensninger ved simulerings- og sensitivitetsanalysen

For at simuleringsanalysen skal ha en verdi, kan det argumenteres at sannsynlighetsfordelingene må være basert på grundige analyser. Det kan være betydelig usikkerhet relatert til standardavviket og utfallsrommet, i tillegg til at det kan være utfordrende å modellere korrelasjonen dersom denne er ustabil og uforutsigbar (Damodaran, 2012, s. 917). Vi forutsetter også at sannsynlighetsfordelingen til de ulike variablene er normalfordelt eller har en triangulær eller uniform fordeling. Dette er en praktisk, men lite

realistisk forutsetning. Resultatet fra simuleringsanalysen kan dermed se profesjonelt ut, selv om innsatsfaktorene i verste fall er basert på ren gjetning.

Under arbeidet med simulerings- og sensitivitetsanalysen ble det imidlertid gjennomført en robusthetssjekk av valgte sannsynlighetsfordelinger ved at vi eksperimenterte med flere typer fordelinger (detaljene er imidlertid utelatt her). Ved å benytte normalfordelinger basert på historiske standardavvik, fant vi kun marginale forskjeller i analyseresultatet. Dette er naturlig fordi utfallsrommet til den triangulære fordelingen og standardavviket i normalfordelingen baserer seg på historiske data, samt at utfallene i begge fordelingene er fordelt rundt den samme forventningsverdien.

Historien gjentar ikke nødvendigvis seg selv, og det er dermed naturlig at vi har begrenset informasjon om den fremtidige sannsynlighetsfordelingen til innsatsfaktorene. Simulerings- og sensitivitetsanalysen kan imidlertid gi en rimelighetssjekk av verdiestimatet, i tillegg til å hjelpe oss å forstå hvilke drivere som påvirker usikkerheten (Kaldestad og Møller, 2015, s. 84). Vi har ofte en oppfatning av hvilket område en innsatsfaktor vil variere innenfor, og simulerings- og sensitivitetsanalysen viser dermed hvordan verdien påvirkes som følge av denne variasjonen. Det er også en styrke at simuleringsanalysen gir en sannsynlighetsfordeling fremfor et punkttestimat, hvilket kan forklare hvorfor ulike analytikere har forskjellige verdiestimat for den samme virksomheten.







Oppsummert mener vi derfor at simulerings- og sensitivitetsanalysen er et godt verktøy for å bedre forstå usikkerheten i verdiestimatet, men det er viktig å være bevisst på at kvaliteten på analysen ikke er bedre enn kvaliteten på innsatsfaktorene.

10.3 Komparativ verdsettelse: Multiplikatormetoden







De foregående verdiestimatene rimelighetssjekkes ved å gjennomføre en supplerende komparativ verdsettelse. Multiplikatormetoden estimerer en pris per aksje basert på den relative prisingen av de sammenlignbare virksomhetene på verdsettelsestidspunktet. Det benyttes et tall fra den normaliserte resultatoppstillingen og/eller i balansen, som deretter multipliseres med en *faktor*. Denne faktoren kan eksempelvis være forholdet mellom aksjeprisen og EBITDA. Det tas dermed utgangspunkt i prisingen av andre virksomheter, der markedet allerede har estimert en verdi av de fremtidige kontantstrømmene. Dette betyr at virksomhetene må være relativt like for at verdiestimatet skal være treffsikkert. Vi har i både den kvalitative og kvantitative analysen vist at NRS og de sammenlignbare virksomhetene er relativt like, men de avviker imidlertid på noen punkter. Eksempelvis har NRS en stor andel av oppdrett i Nord-Norge, samt muligheter for videre vekst i produksjonen som følge av tildelingen av nye grønne konsesjoner i 2014.

10.3.1 Pris/EBITDA og Pris/Bok

Den komparative verdsettelsen avgrenses til den inntjeningsbaserte multippelen Pris/EBITDA og den balanseorienterte multippelen Pris/Bok. Ved å estimere prisen per aksje basert på Pris/EBITDA ekskluderes forskjeller som oppstår på grunn av ulik avskrivningsprofil, goodwill og tilfeldige finansinntekter (Kaldestad og Møller, 2015, s. 160). EBITDA til NRS og de sammenlignbare virksomheten ble i kapittel 5 normalisert og justert for ekstraordinære hendelser, hvilket gir et godt sammenligningsgrunnlag. Fordi Pris/EBITDA er inntjeningsbasert, anser vi den balanseorienterte multippelen Pris/Bok som et nyttig supplement. Pris/Bok er intuitiv og mye benyttet i praksis (Kaldestad og Møller, 2015, s. 161).

Pris/EBITDA						
						Gjennomsnitt (Faktor)
Pris/EBITDA	18,9	11,9	13,4	13,0	18,0	15,1
<hr/>						
						
Pris/EBITDA	16,9					
EBITDA	270 340					
Estimert verdi egenkapital	4 072 063					
Estimert pris per aksje	93,5					
		$\frac{\text{Pris}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{EBITDA}}$				

Tabell 53: Pris/EBITDA

Pris/Bok						
						Gjennomsnitt (Faktor)
Pris/Bok	3,3	2,7	4,5	2,1	2,1	3,0
<hr/>						
						
Pris/Bok	4,1					
Bokført egenkapital	1 113 789					
Estimert verdi egenkapital	3 287 416					
Estimert pris per aksje	75,4					
		$\frac{\text{Pris}}{\text{Bok}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Bokført verdi av egenkapital}}$				

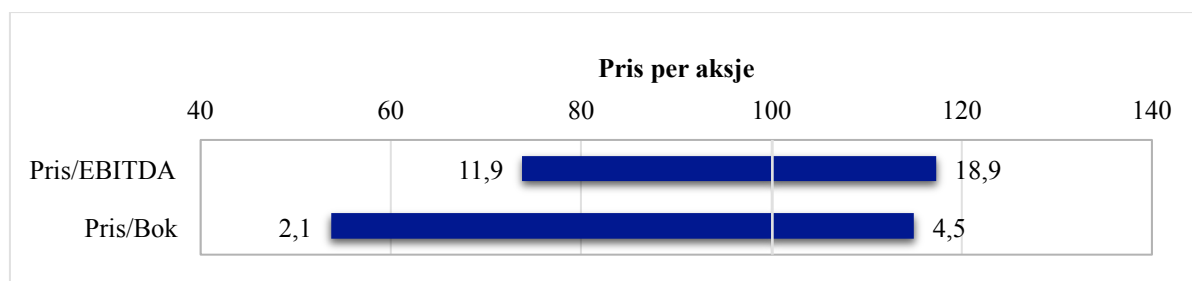
Tabell 54: Pris/Bok

Pris/EBITDA og Pris/Bok gir dermed et verdiestimat på henholdsvis 93,5 og 75,4 NOK per aksje. Dette utgjør en differanse fra verdiestimatet per aksje i delkapittel 10.1 (100,1 NOK per aksje) på henholdsvis -6,6 % og -24,6 %. Det kan dermed argumenteres at verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen er noe høyt.

Det ble i delkapittel 3.2.1 imidlertid understreket at multipler er en konsekvens av, og ikke driveren i seg selv, til verdien på en virksomhet. Tildelingen av de grønne konsesjonene i 2014 gir en volumøkning fra 2017, og den gunstige lokaliseringen i Nord-Norge legger ytterligere til grunn for en fremtidig vekst som følge av gode miljømessige forhold. De sammenlignbare virksomhetene er i større grad preget av begrensninger i produksjonskapasiteten og dårligere miljømessige forhold, og det kan dermed argumenteres at det er priset inn en høyere vekst i aksjekursen til NRS, relativt til de sammenlignbare

virksomhetene. Dette kan tilsi at verdiestimatet basert på Pris/EBITDA er for lavt. Dette er også gjeldende for Pris/Bok, som er veldig høy relativt til de sammenlignbare virksomhetene. Dette skyldes imidlertid også at de sammenlignbare virksomhetene har en større andel balanseført goodwill som følge av vekst gjennom fusjoner og oppkjøp. NRS har i større grad oppnådd organisk vekst, og har ingen balanseført goodwill. Det kan dermed argumenteres at heller ikke gjennomsnittlig Pris/Bok for de sammenlignbare virksomhetene er representativ for NRS.

Det ble i delkapittel 3.2.1 også påpekt at multiplikatormetoden er sårbar for manipulasjon ved utvelgelse av virksomheter. Tornadodiagrammet illustrerer hvordan prisen per aksje påvirkes av å benytte faktorene tilsvarende den nedre og øvre grensen av intervallet til de sammenlignbare virksomhetene:



Figur 54: Faktorens påvirkning på verdiestimatet

Det er stor bredde i intervallet, der Pris/EBITDA har en nedre og øvre grense på henholdsvis 73,8 og 117,3 NOK per aksje, og Pris/Bok har en nedre og øvre grense på henholdsvis 53,7 og 115,0 NOK per aksje. Vi ser at vårt verdiestimat på 100,1 NOK per aksje ligger innenfor disse intervallene.

10.3.2 Oppsummering av multiplikatormetoden

Oppsummert ser vi dermed at multiplikatormetoden gir et noe lavere verdiestimat per aksje enn den fundamentale verdsettelsen, der verdsettelsen basert på multiplene Pris/EBITDA og Pris/Bok viser en differanse på henholdsvis -6,6 % og -24,6 %. Det ble imidlertid påpekt begrensninger relatert til metodens forutsetninger om like underliggende verdidrivere, samt utvelgelsen av sammenlignbare virksomheter. I sum fungerer dermed multiplikatormetoden godt som en rimelighetssjekk av den fundamentale verdsettelsen, men som følge av nevnte begrensninger illegges metoden liten vekt når det endelige verdiestimatet per aksje fastsettes.

10.4 Oppsummering og valg av endelig verdiestimat

Vi estimerte i den fundamentale verdsettelsen per 31.12.2015 et vektet verdiestimat på 98,1 NOK per aksje. Dette ble fremskrevet til verdsettelsestidspunktet 11.04.2016, der verdiestimatet ble estimert til 100,1 NOK per aksje. Simulerings- og sensitivitetsanalysen viste videre at det er betydelig usikkerhet relatert til dette estimatet, der det årlige prosentvise standardavviket ble beregnet til 26,5 %. Avslutningsvis gjennomførte vi en rimelighetssjekk av verdiestimatet ved å estimere en pris per aksje basert på multiplikatormetoden. Ved å gjennomføre en gjennomsnittsberegning av de sammenlignbare virksomhetene, gav Pris/EBITDA og Pris/Bok et verdiestimat på henholdsvis 93,5 og 75,4 NOK per aksje. Vi fant imidlertid en stor spredning i intervallet til verdiestimatet, samt at metoden har visse svakheter. Multiplikatormetoden ilegges derfor liten vekt i fastsettelsen av det endelige verdiestimatet.

Dermed settes det endelige verdiestimatet til 100,1 NOK per aksje.

11. Konklusjon – Oppsummering og handelsstrategi

Dette kapitlet vil innledningsvis oppsummere hovedfunnene fra vår masterutredning. Basert på det endelige verdiesestimater per aksje, vil det deretter utledes en *handelsstrategi*. Denne gir en anbefaling om *selg*, *hold* eller *kjøp*. Avslutningsvis oppsummeres hendelser som har inntruffet etter verdsettelsestidspunktet 11.04.2016, og den endelige konklusjonen fastsettes.

11.1 Oppsummering

Formålet med denne masterutredningen har vært å estimere en pris per aksje for NRS, og videre utarbeide en handelsstrategi.

Det ble i kapittel 2 gjort rede for karakteristikkene til oppdrettsbransjen og NRS. Den sykliske lakseprisen, konsesjonssystemet og miljøutfordringer ble trukket frem som særlig beskrivende for bransjen. Videre viste vi at NRS skiller seg fra konkurrentene ved å ha en stor andel ren salgsvirksomhet, samt at de er en liten aktør. Oppdrettsvirksomheten er primært lokalisert i Nord-Norge, og NRS var den eneste virksomheten som fikk tilsagn på søknad om produksjon av steril laks ved forrige konsesjonsrunde i 2014.

Ulike verdsettelsesmodeller ble videre gjort rede for i kapittel 3. For å ha et høyt detaljnivå på analysen, ble fundamental verdsettelse valgt som hovedmetode. For å rimelighetssjekke verdiesestimater fra den fundamentale verdsettelsen, valgte vi multiplikatormetoden som en supplerende verdsettelsesmodell.

I kapittel 4 ble det gjennomført en kvalitativ analyse. Denne ble videre delt inn i en ekstern og intern analyse. I den eksterne analysen var hovedfunnene fra PESTEL-analysen at konsesjonssystemet begrenser veksten, og at oppdrettsbransjen dermed er avhengig av å løse miljøutfordringene for å oppnå ytterligere vekst. Det ble videre i Porters rammeverk fremhevet at laks kan beskrives som et homogent produkt med liten grad av differensiering. Sammen med konsesjonssystemet og en økende etterspørsel etter laks, er dette viktige faktorer for å beskrive konkurransen i oppdrettsbransjen. Konkurransenintensiteten ble ansett som middels, og vi vurderte bransjen som en relativt attraktiv og lønnsom bransje å konkurrere i. I den interne analysen viste SVIMA-analysen at lokaliseringen i Nord-Norge og satsingen på steril laks kan gi opphav til et midlertidig konkurransefortrinn. Hovedfunnene fra den eksterne og interne analysen ble avslutningsvis oppsummert i en

SWOT-analyse, som videre dannet grunnlaget for diskusjonen i den kvantitative historiske analysen og de fremtidige prognosene. For å legge grunnlaget for en god kvantitativ historisk analyse, gjennomførte vi i kapittel 5 en omgruppering og normalisering av regnskapene til NRS og de sammenlignbare virksomhetene.

Hovedfunnene fra den kvantitative historiske analysen i kapittel 6 var at NRS historisk sett har hatt store svingninger i inntektsveksten, i hovedsak som følge av store variasjoner i det globale tilbudet. Videre ble det vist at oppdrettsvirksomheten har høyere EBITDA-margin enn salgsvirksomheten, men det motsatte er imidlertid tilfelle for omløpshastigheten. Marginene til NRS har vært økende som følge av større andel oppdrettsvirksomhet. Det ble videre estimert et utfallsrom for fremtidige prognoser. Dette prognoseintervallet bestod av et nøytralt, optimistisk og pessimistisk anslag.

I kapittel 7 gjennomførte vi en kredittrisikooanalyse. Denne ble videre delt inn i en kortsiktig likviditetsanalyse og en langsiktig soliditetsanalyse. Avslutningsvis estimerte vi den syntetiske ratingen for NRS til BBB. Denne ble videre benyttet for å estimere det fremtidige avkastningskravet i kapittel 8. Avkastningskravet ble på kort og mellomlang sikt estimert til 6,4 %, og på lang sikt estimert til 8,5 %. Dette blir videre benyttet til å diskontere de fremtidige kontantstrømmene.

For å komme frem til kontantstrømmene, ble det i kapittel 9 utarbeidet en scenarioanalyse. Basert på hovedfunnene fra den kvalitative historiske analysen ble de ulike forholdene oppsummert i et vurderingsdiagram som viste sammenhengen mellom sannsynligheten for at forholdet inntreffer og påvirkningen det har på virksomhetens verdi. I kombinasjon med den kvantitative analysen i kapittel 6, la vurderingsdiagrammet deretter grunnlaget for utarbeidelsen av tre scenarioer. Disse ble avslutningsvis ilagt en sannsynlighetsvekt.

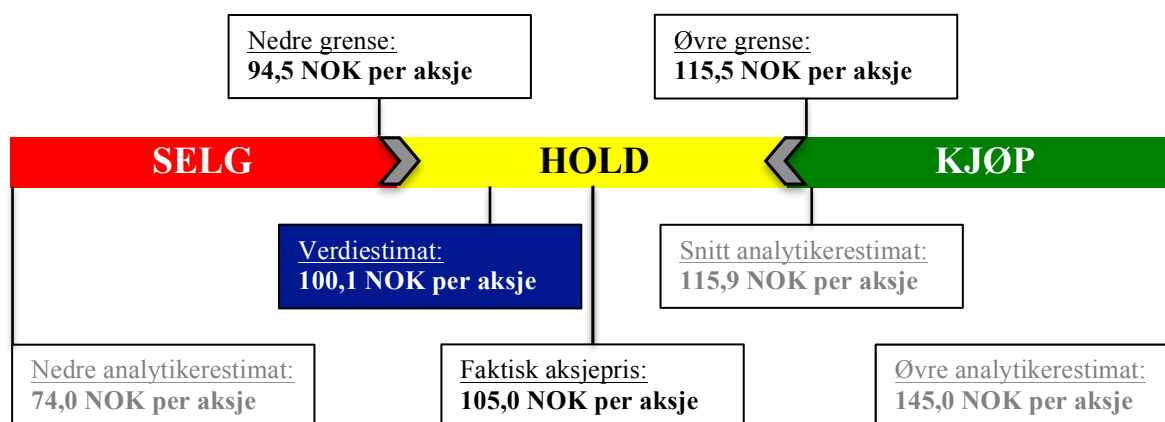
I den fundamental verdsettelsen i kapittel 10 ble verdien av totalkapitalen estimert ved å diskontere kontantstrømmene fra scenarioanalysen med avkastningskravet. Ved å trekke fra netto finansiell gjeld og legge til verdien av det fremførbare underskuddet kom vi frem til verdiestimat på 98,1 NOK per aksje per 31.12.2015. Dette ble deretter fremskrevet til 100,1 NOK per aksje på verdsettelsestidspunktet 11.04.2016. Ved å gjennomføre en simulerings- og sensitivitetsanalyse, viste vi at det er betydelig usikkerhet relatert til verdiestimatet. Det årlige prosentvise standardavviket ble estimert til 26,5 %, og vi viste videre at EBITDA-marginen på lang sikt har den største påvirkningen på verdiestimatet.

Videre ble multiplikatormetoden benyttet for å rimelighetssjekke verdiestimatet. Denne metoden ble imidlertid ilagt liten vekt i fastsettelsen av det endelige verdiestimatet. Dermed estimerte vi det endelige verdiestimatet per 11.04.2016 til 100,1 NOK per aksje.

11.2 Handelsstrategi, nye hendelser og endelig konklusjon

11.2.1 Handelsstrategi

Verdiestimatet er 5 % lavere enn den faktiske aksjeprisen på 105,0 NOK per aksje. Vi legger til grunn at verdiestimatet må avvike +/- 10 % fra den faktiske aksjeprisen for at det skal utløses en salgs- eller kjøpsanbefaling (Knivsflå, 2016d, s. 43). Dermed utgjør vårt verdiestimat en *holdanbefaling*. Til sammenligning viser estimatene fra åtte analytikere per 11.04.2016 et gjennomsnittlig verdiestimat på 115,9 NOK per aksje, der det laveste og høyeste verdiestimatet er henholdsvis 74,0 og 145,0 NOK per aksje (Reuters, 2016):

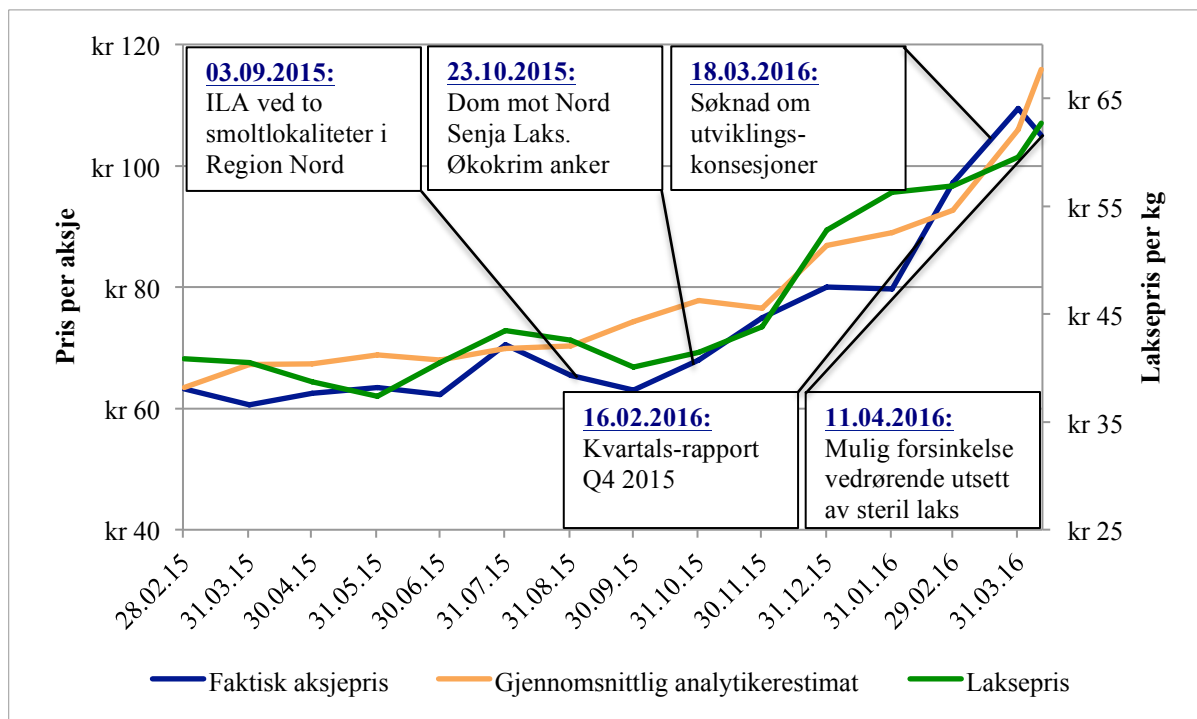


Figur 55: Handelsstrategi per 11.04.2016

Den store bredden i intervallet til analytikerestimatene bekrefter den store usikkerheten i verdiestimatet, der vi har identifisert at det er særlig endringene i forutsetningene på lang sikt som har størst påvirkning på verdiestimatet.

Aksjekursen til NRS har i perioden 31.12.2015 til 11.04.2016 økt fra 80,0 til 105,0 NOK per aksje. Dette tilsvarer en økning på 31,3 %, uten noen nevneverdige positive hendelser utover den kraftige økningen i lakseprisen. Det ble i sensitivitetsanalysen i delkapittel 10.2.2 vist at lakseprisen i perioden 2016 til 2022 kun forklarer 1,2 % av variasjonen i verdiestimatet. Analysen av den finansielle utviklingen i delkapittel 2.2.4 viste imidlertid en særlig stor kursoppgang når lakseprisen var økende, og motsatt når lakseprisen var synkende.

Forwardprisene for 2016 til 2018 var per 31.12.2015 gjennomsnittlig 6,7 NOK per kg lavere per år enn på verdsettelsestidspunktet 11.04.2016. Differansen i det årlige gjennomsnittet i perioden 2019 til 2021 var imidlertid kun 0,6 NOK per kg. Ved å legge til grunn forwardprisene for laks per 31.12.2015 beregner vår verdsettelsesmodell et verdiestimert på 88,7 NOK per aksje. De endrede forutsetningene for laksepris på kort sikt per 11.04.2016 tilsier dermed en prosentvis økning i verdiestimert på 12,9 %, til 100,1 NOK per aksje. Dette er betydelig lavere enn den faktiske kursoppgangen på 31,3 %. Det kan dermed tenkes at lakseprisen på kort sikt har en *psykologisk effekt* på aksjeprisen ved at markedet har en større tro på fremtidsutsiktene når utsiktene på kort sikt er gode, og motsatt når utsiktene på kort sikt er dårlige. Dette bekreftes av nyere forskning innen atferdsøkonomi, og kan igjen medføre en overprising av aksjen, samt for høye analytikerestimer (Koller mfl., 2010, s. 756). Dette bekreftes ytterligere ved at vi estimerer en korrelasjon mellom gjennomsnittlig analytikerestimat og laksepris i perioden 28.02.2015 til 11.04.2016 på hele 0,95. Tilsvarende korrelasjon mellom faktisk aksjepris og laksepris estimeres til 0,94. Det er bevisst valgt en analyseperiode med få store hendelser for NRS. Korrelasjonen illustreres i følgende graf:

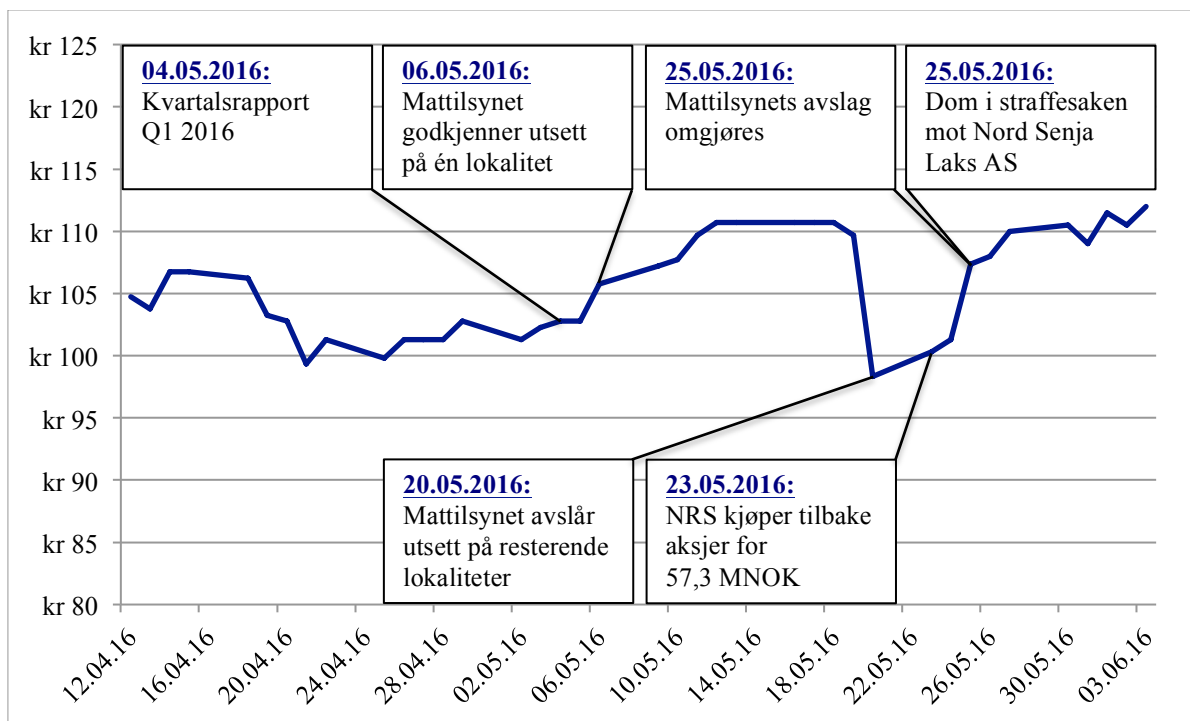


Figur 56: Utviklingen i aksjepris, analytikerestimat og laksepris

Det kan dermed argumenteres at det foreligger en fare for overprising. Likevel mener vi at aksjen nå ligger innen et fornuftig intervall, hvilket tilsier at aksjen var noe underpriset per 31.12.2015.

11.2.2 Hendelser etter verdsettelsestidspunktet

Følgende figur viser aksjekursutviklingen etter verdsettelsestidspunktet:



Figur 57: Aksjekursutvikling etter verdsettelsestidspunktet

Kvartalsrapporten for første kvartal 2016 ble publisert 04.05.2016, og viser en markant økning i driftsinntektene som følge av høye laksepriser. Dette medfører videre en økning i EBITDA-marginen til 17,9 % for første kvartal. Dette er imidlertid helt i tråd med våre fremtidsprognoser, der vi i vårt nøytrale scenario estimerer EBITDA-marginen i 2016 til å bli 18,0 %. Kvartalsresultatet for første kvartal 2016 tilfører dermed ingen ny informasjon av betydning for vårt verdiesestimater.

Videre godkjente Mattilsynet utsett av steril laks på én lokalitet i datterselskapet NRS Finnmark 06.05.2016. Begrunnelsen for godkjenningen var i hovedsak at de grønne konsesjonene ble gitt under forutsetning av at laksen som produseres er steril (Mattilsynet, 2016). NRS fikk imidlertid 20.05.2016 endelig avslag fra Mattilsynet om utsett av steril laks i 2016 på resterende lokaliteter (Oslo Børs, 2016b), hvilket medførte en kursnedgang på 10,4 % samme dag. NRS benyttet anledningen til å kjøpe tilbake aksjer for 57,3 MNOK 23.05.2016 (iLaks, 2016c), hvilket kan tolkes som et kjøpsignal. NRS fremsendte en klage på Mattilsynets avgjørelse til Nærings- og fiskeridepartementet, og denne ble raskt behandlet 25.05.2016. Vedtaket ble omgjort, og det ble godkjent utsett av steril laks på samtlige av

NRS Finnmark sine fem konsesjoner (Oslo Børs, 2016c), hvilket medførte en kursoppgang på 7,3 % samme dag. Tilsvarende klager for resterende fem konsesjoner er fortsatt under behandling som følge av at planlagt utsett er senere. Fordi smolten på verdsettelsestidspunktet allerede hadde vært i produksjon i ett år og 1,6 millioner smolt var klare for utsett i sjøen, anså vi i vår analyse at sannsynligheten for full stans i produksjonen av steril laks var liten. Dermed var det kun en eventuell utsettelse av produksjonen som var priset inn i vårt pessimistiske scenario. Avgjørelsen om å godkjenne produksjonen reduserer derfor nedsiderisikoen noe, men grunnet den lave vektingen i vår scenarioanalyse er også denne informasjonen av liten betydning for vårt verdiestimat. Vi forventer at Nærings- og fiskeridepartementet godkjenner resterende klager i nær fremtid.

Videre har Hålogaland Lagmannsrett 25.05.2016 avsagt dom i straffesaken mot datterselskapet Nord Senja Laks AS. Dommen er lik Senja tingrett sin domsavsigelse, hvilket innebærer at NRS ikke idømmes rettighetstap av to konsesjoner (Oslo Børs, 2016d). Et eventuelt rettighetstap var priset inn i det pessimistiske scenarioet, og domsavsigelsen reduserer dermed nedsiderisikoen noe.

11.2.3 Endelig konklusjon

Vår endelige konklusjon er dermed at verdiestimatet per 11.04.2016 på 100,1 NOK per aksje utløser en holdanbefaling. Informasjonen etter verdsettelsestidspunktet har til en viss grad redusert nedsidepotensialet, men grunnet den lave vektingen i vår scenarioanalyse utgjør denne informasjonen kun marginale utslag på verdiestimatet. Det understrekes at det er stor usikkerhet relatert til verdiestimatet, der endringer i underliggende forutsetninger gir store utslag. Dersom aksjekursen etter verdsettelsestidspunktet fortsetter å øke kraftig uten at kursoppgangen relaterer seg til offentliggjøring av ny informasjon som gir utslag i våre fremtidsprognoser, vil det være aktuelt å nedjustere handelsstrategien til en salgsanbefaling.


Vedlegg

Vedlegg 1: Rapportert og omgruppert balanse Norway Royal Salmon


Rapportert balanse Norway Royal Salmon								
Tall i NOK 1000	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EIENDELER								
Immaterielle eiendeler								
Konsepsjoner	350 649	397 543	498 287	502 887	502 887	502 887	648 887	648 887
Sum immaterielle eiendeler	350 649	397 543	498 287	502 887	502 887	502 887	648 887	648 887
Varige driftsmidler								
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	6 192	6 850	3 392	4 021	4 103	5 474	12 746	13 054
Maskiner og anlegg	25 091	33 251	56 154	89 013	95 457	115 370	164 139	200 257
Båter og flytende anlegg	14 465	15 075	48 708	76 089	72 486	84 475	105 299	135 966
Andre driftsmidler	1 743	3 892	5 683	8 187	6 853	5 235	6 868	8 671
Sum varige driftsmidler	47 491	59 068	113 937	177 310	178 899	210 554	289 052	357 948
Finansielle anleggsmidler								
Investering i tilknyttet selskap	100 738	105 013	114 136	96 087	110 860	132 758	150 155	184 253
Lån til tilknyttet selskap	1 000	-	-	-	-	-	-	-
Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg	8 601	9 121	34 053	3 385	3 335	1 395	1 895	2 143
Andre langsiktige fordringer	6 249	10 782	3 760	3 766	4 673	3 127	3 000	3 990
Sum finansielle anleggsmidler	116 588	124 916	151 949	103 238	118 868	137 280	155 050	190 386
Sum anleggsmidler	514 728	581 527	764 173	783 435	800 654	850 721	1 092 989	1 197 221
Omløpsmidler								
Varelager	14 813	9 614	15 219	18 851	20 816	27 038	40 270	38 671
Biologiske eiendeler	125 175	256 142	385 975	387 880	525 739	639 238	808 674	831 888
Sum varer	139 988	265 756	401 194	406 731	546 555	666 276	848 944	870 559
Fordringer								
Kundefordringer	156 326	213 397	253 912	227 901	286 918	412 148	421 691	465 441
Andre kortsiktige fordringer	14 724	20 539	40 811	43 021	31 544	68 735	174 344	135 685
Sum kortsiktige fordringer	171 050	233 936	294 723	270 922	318 462	480 883	596 035	601 126
Kontanter og kontantekvivalenter	22 532	1 810	4 748	6 205	9 854	53 732	61 494	201 339
Sum omløpsmidler	333 570	501 502	700 665	683 858	874 871	1 200 891	1 506 473	1 673 024
SUM EIENDELER	848 298	1 083 029	1 464 838	1 467 293	1 675 525	2 051 612	2 599 462	2 870 245
EGENKAPITAL OG GJELD								
Egenkapital								
Aksjekapital	36 288	36 288	37 229	39 611	43 572	43 572	43 572	43 572
Egne aksjer	-	231	-	9	1 467	-	30	34
Overkursfond	151 339	151 339	15 525	54 936	82 029	-	-	-
Annen innskutt og opptjent egenkapital	110 888	178 225	485 189	402 354	441 184	771 090	905 587	1 070 287
Sum egenkapital henført til eierne av morselskapet	298 284	365 588	537 934	495 434	566 785	814 632	949 125	1 113 789
Minoritetsinteresser	29 515	34 732	41 862	37 229	40 984	54 357	64 781	72 730
Totalt egenkapital	327 799	400 320	579 796	532 663	607 769	868 989	1 013 906	1 186 519
Langsiktig gjeld og forpliktelser								
Pensjonsforpliktelser	8 216	8 130	7 719	8 480	9 040	10 320	18 733	12 480
Utsatt skatt	105 613	107 352	173 610	153 784	161 981	231 640	272 742	303 485
Langsiktig rentebærende gjeld	164 580	190 730	282 481	320 884	328 292	323 084	518 788	653 361
Sum langsiktig gjeld og forpliktelser	278 409	306 212	463 810	483 148	499 313	565 044	810 263	969 326
Kortsiktig gjeld og forpliktelser								
Kortsiktig rentebærende gjeld	108 399	179 582	148 259	217 054	247 637	184 530	182 089	46 519
Leverandørgjeld	101 854	180 726	254 338	219 868	292 655	382 944	426 331	530 430
Betalbar skatt	-	-	1 136	-	780	8 313	2 031	3 180
Annen kortsiktig gjeld	31 837	16 189	17 499	14 560	27 371	41 792	164 842	134 271
Sum kortsiktig gjeld og forpliktelser	242 090	376 497	421 232	451 482	568 443	617 579	775 293	714 400
Sum gjeld og forpliktelser	520 499	682 709	885 042	934 630	1 067 756	1 182 623	1 585 556	1 683 726
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	848 298	1 083 029	1 464 838	1 467 293	1 675 525	2 051 612	2 599 462	2 870 245

Omgruppert balanse Norway Royal Salmon								
Tall i NOK 1000	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
DRIFTSRELATERTE EIENDELER OG GJELD								
Driftsrelaterede eiendeler								
Konsepsjoner	350 649	397 543	498 287	502 887	502 887	502 887	648 887	648 887
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	6 192	6 850	3 392	4 021	4 103	5 474	12 746	13 054
Maskiner og anlegg	25 091	33 251	56 154	89 013	95 457	115 370	164 139	200 257
Båter og flytende anlegg	14 465	15 075	48 708	76 089	72 486	84 475	105 299	135 966
Andre driftsmidler	1 743	3 892	5 683	8 187	6 853	5 235	6 868	8 671
Varelager	14 813	9 614	15 219	18 851	20 816	27 038	40 270	38 671
Biologiske eiendeler	125 175	256 142	385 975	387 880	525 739	639 238	808 674	831 888
Kundefordringer	156 326	213 397	253 912	227 901	286 918	412 148	421 691	465 441
Andre kortsiktige fordringer: Til gode merverdiavgift	6 773	9 448	23 057	18 071	12 507	31 552	27 030	32 700
Andre kortsiktige fordringer: Gjenværende	6 037	8 421	12 899	20 356	17 985	18 346	30 937	27 509
Kontanter og kontantekvivalenter	22 532	1 810	4 748	6 205	9 854	53 732	61 494	201 339
Sum driftsrelaterede eiendeler	729 796	955 443	1 308 034	1 359 461	1 555 605	1 895 495	2 328 035	2 604 384
Driftsrelatert gjeld								
Utsatt skatt	105 613	107 352	173 610	153 784	161 981	231 640	272 742	303 485
Leverandørgjeld	101 854	180 726	254 338	219 868	292 655	382 944	426 331	530 430
Betalbar skatt	-	-	1 136	-	780	8 313	2 031	3 180
Annen kortsiktig gjeld: Skyldige offentlige avgifter	3 509	4 031	3 356	4 034	5 126	13 659	7 795	13 941
Annen kortsiktig gjeld: Gjenværende	22 304	12 158	11 143	8 211	17 987	14 660	117 103	85 620
Sum driftsrelatert gjeld	233 280	304 267	443 583	385 897	478 529	651 216	826 002	936 656
NETTO DRIFTSRELATERTE EIENDELER	496 516	651 176	864 451	973 564	1 077 076	1 244 279	1 502 033	1 667 728
EGENKAPITAL								
Egenkapital	298 284	365 588	537 934	495 434	566 785	814 632	949 125	1 113 789
SUM EGENKAPITAL	298 284	365 588	537 934	495 434	566 785	814 632	949 125	1 113 789
FINANSIELLE EIENDELER OG GJELD								
Finansielle eiendeler								
Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg	8 601	9 121	34 053	3 385	3 335	1 395	1 895	2 143
Andre langsiktige fordringer	6 249	10 782	3 760	3 766	4 673	3 127	3 000	3 990
Andre kortsiktige fordringer	1 914	2 670	4 855	4 594	1 052	18 837	116 377	75 475
Investering i tilknyttet selskap	100 738	105 013	114 136	96 087	110 860	132 758	150 155	184 253
Lån til tilknyttet selskap	1 000	-	-	-	-	-	-	-
Sum finansielle eiendeler	118 502	127 586	156 804	107 832	119 920	156 117	271 427	265 861
Finansiell gjeld								
Minoritetsinteresser	29 515	34 732	41 862	37 229	40 984	54 357	64 781	72 730
Pensjonsforpliktelser	8 216	8 130	7 719	8 480	9 040	10 320	18 733	12 480
Langsiktig rentebærende gjeld	164 580	190 730	282 481	320 884	328 292	323 084	518 788	653 361
Kortsiktig rentebærende gjeld	108 399	179 582	148 259	217 054	247 637	184 530	182 089	46 519
Annen kortsiktig gjeld	6 024	-	3 000	2 315	4 258	13 473	39 944	34 710
Sum finansiell gjeld	316 734	413 174	483 321	585 962	630 211	585 764	824 335	819 800
NETTO FINANSIELLE EIENDELER	- 198 232	- 285 588	- 326 517	- 478 130	- 510 291	- 429 647	- 552 908	- 553 939
SUM EIENDELER	848 298	1 083 029	1 464 838	1 467 293	1 675 525	2 051 612	2 599 462	2 870 245
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	848 298	1 083 029	1 464 838	1 467 293	1 675 525	2 051 612	2 599 462	2 870 245

Vedlegg 2: Rapportert og omgruppert balanse sammenlignbare virksomheter

Omgruppert balanse Marine Harvest Group								
Tall i NOK 1000	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
DRIFTSRELATERTE EIENDELER OG GJELD								
Driftsrelaterte eiendeler								
Konsesjoner	5 766 600	5 409 500	5 442 500	5 577 500	5 435 400	6 036 100	6 514 900	7 163 800
Rettigheter / andre immaterielle eiendeler	160 000	136 000	132 900	123 100	114 200	188 400	166 500	265 000
Goodwill	2 239 900	2 142 600	2 111 600	2 146 100	2 115 500	2 374 900	2 416 900	2 484 700
Utsatt skattefordel	230 500	54 500	118 600	160 100	73 900	178 800	147 300	110 300
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	4 243 600	3 518 100	3 885 100	4 167 500	4 111 900	6 677 200	8 257 200	9 246 400
Andre driftsmidler	-	-	-	25 800	73 200	8 900	14 600	24 200
Varelager	1 074 500	742 700	775 800	783 000	819 700	1 751 100	2 400 800	2 664 500
Biologiske eiendeler	5 620 600	5 351 100	7 278 100	6 285 200	6 207 900	9 536 600	10 014 000	10 939 600
Kundefordringer	1 903 300	1 672 100	1 844 900	1 914 900	1 781 900	3 191 500	3 360 000	4 093 854
Andre kortsiktige fordringer: Til gode merverdiavgift	65 623	73 256	75 957	80 664	67 000	137 000	63 700	125 412
Andre kortsiktige fordringer: Gjenværende	466 777	280 544	348 143	285 836	357 800	819 400	819 700	1 024 229
Kontanter og kontantekvivalenter	372 600	172 200	319 000	279 000	335 300	606 200	1 408 300	688 700
Sum driftsrelaterte eiendeler	22 144 000	19 552 600	22 332 600	21 828 700	21 493 700	31 506 100	35 583 900	38 830 695
Driftsrelatert gjeld								
Utsatt skatt	732 900	1 142 600	2 237 900	2 351 900	2 543 700	3 365 000	3 568 900	3 759 300
Leverandørgjeld	1 729 200	1 339 800	1 450 200	1 481 900	1 452 500	2 232 600	2 039 200	2 445 292
Betalbar skatt	69 900	50 800	49 700	86 600	26 200	252 600	525 200	445 233
Annen kortsiktig gjeld: Skyldige offentlige avgifter	60 300	63 600	93 100	117 400	121 800	124 400	200 200	185 810
Annen kortsiktig gjeld: Gjenværende	894 700	734 300	868 000	758 300	892 600	1 422 400	1 725 300	1 801 827
Sum driftsrelatert gjeld	3 487 000	3 331 100	4 698 900	4 796 100	5 036 800	7 397 000	8 058 800	8 637 462
NETTO DRIFTSRELATERTE EIENDELER	18 657 000	16 221 500	17 633 700	17 032 600	16 456 900	24 109 100	27 525 100	30 193 233
EGENKAPITAL								
Egenkapital	9 579 500	11 415 500	12 500 200	10 766 300	11 619 700	16 318 500	14 702 200	18 178 300
SUM EGENKAPITAL	9 579 500	11 415 500	12 500 200	10 766 300	11 619 700	16 318 500	14 702 200	18 178 300
FINANSIELLE EIENDELER OG GJELD								
Finansielle eiendeler								
Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg	78 900	118 800	124 200	92 100	1 008 500	1 191 200	185 100	17 400
Andre kortsiktige fordringer	-	197 800	393 100	243 300	167 900	130 100	227 100	223 205
Investerings i tilknyttet selskap	513 500	520 100	678 900	624 400	647 300	900 400	978 200	1 188 800
Sum finansielle eiendeler	592 400	836 700	1 196 200	959 800	1 823 700	2 221 700	1 390 400	1 429 405
Finansiell gjeld								
Minoritetsinteresser	45 100	45 000	70 500	75 800	69 000	27 800	16 000	8 900
Langsiktig rentebærende gjeld	6 747 700	5 116 900	5 107 300	6 589 400	5 338 500	7 710 200	10 669 100	10 279 300
Andre langsiktige forpliktelser	116 700	99 800	571 100	99 300	414 600	976 200	2 334 400	2 125 300
Kortsiktig rentebærende gjeld	1 365 500	130 300	429 700	157 000	377 800	686 700	7 000	1 500
Annen kortsiktig gjeld	1 394 900	250 700	151 100	304 600	461 000	611 400	1 186 800	1 029 338
Sum finansiell gjeld	9 669 900	5 642 700	6 329 700	7 226 100	6 660 900	10 012 300	14 213 300	13 444 338
NETTO FINANSIELLE EIENDELER	- 9 077 500	- 4 806 000	- 5 133 500	- 6 266 300	- 4 837 200	- 7 790 600	-12 822 900	-12 014 933
SUM EIENDELER	22 736 400	20 389 300	23 528 800	22 788 500	23 317 400	33 727 800	36 974 300	40 260 100
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	22 736 400	20 389 300	23 528 800	22 788 500	23 317 400	33 727 800	36 974 300	40 260 100

Omgruppert balanse Lerøy Seafood Group								LERØY
Tall i NOK 1000	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
DRIFTSRELATERTE EIENDELER OG GJELD								
Driftsrelaterede eiendeler								
Konsejjoner	1 291 625	1 289 977	1 972 239	1 981 726	1 978 924	1 932 794	2 108 102	2 144 303
Rettigheter / andre immaterielle eiendeler	-	-	-	-	-	45 862	43 584	47 465
Goodwill	1 668 302	1 669 634	1 875 521	1 897 147	1 993 129	2 008 485	2 082 705	2 170 992
Utsatt skattefordel	-	4 461	3 697	6 546	21 545	11 807	42 263	28 692
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	1 294 818	1 225 399	1 586 334	1 836 384	2 094 539	2 377 012	2 676 716	2 899 633
Varelager	223 158	236 311	290 379	328 045	326 225	358 482	524 947	552 065
Biologiske eiendeler	1 676 164	1 858 562	2 706 733	2 370 938	2 724 941	3 727 361	3 681 993	4 320 830
Kundefordringer	772 440	876 127	1 013 932	934 443	995 289	1 486 428	1 427 796	1 547 896
Andre kortsiktige fordringer: Til gode merverdiavgift	71 978	84 191	85 072	95 706	129 797	176 691	148 851	172 912
Andre kortsiktige fordringer: Gjenværende	43 799	29 823	62 872	37 089	59 247	129 872	80 953	111 980
Kontanter og kontantekvivalenter	388 486	707 989	1 357 096	1 597 429	1 082 797	872 513	1 360 272	1 247 614
Sum driftsrelaterede eiendeler	7 430 770	7 982 474	10 953 875	11 085 453	11 406 433	13 127 307	14 178 182	15 244 383
Driftsrelatert gjeld								
Utsatt skatt	669 327	834 877	1 260 028	1 083 693	1 230 458	1 486 972	1 531 262	1 603 433
Leverandørgjeld	544 757	615 996	638 213	705 165	826 677	1 059 434	1 053 524	969 087
Betalbar skatt	16 631	93 551	395 233	322 105	88 925	320 344	335 062	300 595
Skyldige offentlige avgifter m.v.	49 014	55 671	74 312	62 386	66 915	103 656	70 073	79 679
Annen kortsiktig gjeld: Gjenværende	137 564	212 359	294 664	259 590	212 927	283 835	330 434	281 728
Sum driftsrelatert gjeld	1 417 293	1 812 454	2 662 450	2 432 939	2 425 902	3 254 241	3 320 355	3 234 523
NETTO DRIFTSRELATERTE EIENDELER	6 013 477	6 170 020	8 291 425	8 652 514	8 980 531	9 873 066	10 857 827	12 009 860
EGENKAPITAL								
Egenkapital	3 743 685	4 281 688	5 445 710	5 262 835	5 314 575	6 755 200	7 262 314	7 885 695
SUM EGENKAPITAL	3 743 685	4 281 688	5 445 710	5 262 835	5 314 575	6 755 200	7 262 314	7 885 695
FINANSIELLE EIENDELER OG GJELD								
Finansielle eiendeler								
Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg	23 161	23 115	22 989	23 173	18 284	5 553	8 066	6 893
Andre langsiktige fordringer	6 743	11 928	8 129	8 453	8 607	26 171	32 263	29 576
Andre kortsiktige fordringer	44 067	16 720	28 338	15 600	10 039	9 629	72 888	43 829
Investerings i tilknyttet selskap	277 455	272 970	338 864	329 168	331 056	735 071	566 965	659 022
Sum finansielle eiendeler	351 426	324 733	398 320	376 394	367 986	776 424	680 182	739 320
Finansiell gjeld								
Minoritetsinteresser	20 658	18 568	548 564	534 931	649 381	793 747	817 282	878 357
Pensjonsforpliktelser	13 211	14 990	9 025	7 812	7 646	3 227	6 878	5 368
Langsiktig rentebærende gjeld	1 672 761	1 504 707	2 221 701	2 429 365	2 402 770	2 356 803	2 767 118	2 377 123
Andre langsiktige forpliktelser	4 150	826	1 312	7 168	44 788	36 700	131 980	89 611
Kortsiktig rentebærende gjeld	841 921	646 105	434 121	760 977	911 884	682 574	469 276	1 465 144
Annen kortsiktig gjeld	68 517	27 869	29 312	25 820	17 473	21 239	83 161	47 882
Sum finansiell gjeld	2 621 218	2 213 065	3 244 035	3 766 073	4 033 942	3 894 290	4 275 695	4 863 485
NETTO FINANSIELLE EIENDELER	- 2 269 792	- 1 888 332	- 2 845 715	- 3 389 679	- 3 665 956	- 3 117 866	- 3 595 513	- 4 124 165
SUM EIENDELER	7 782 196	8 307 207	11 352 195	11 461 847	11 774 419	13 903 731	14 858 364	15 983 703
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	7 782 196	8 307 207	11 352 195	11 461 847	11 774 419	13 903 731	14 858 364	15 983 703

Omgruppert balanse SalMar								
Tall i NOK 1000	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
DRIFTSRELATERTE EIENDELER OG GJELD								
Driftsrelaterte eiendeler								
Konsejser	914 116	935 916	1 406 483	1 483 752	1 702 152	2 030 710	2 451 271	2 466 128
Goodwill	196 932	205 458	306 999	433 348	433 348	433 348	447 372	447 372
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	66 864	102 624	179 364	206 409	233 732	473 408	489 496	599 068
Maskiner og anlegg	319 847	403 979	636 720	845 581	947 824	1 248 820	1 336 126	1 608 216
Båter og flytende anlegg	29 373	26 684	55 951	74 455	87 247	137 096	191 953	204 717
Pensjon	1 637	4 904	3 901	2 023	2 492	802	1 592	1 607
Varelager	97 768	103 176	128 973	227 935	303 682	171 539	206 454	209 098
Biologiske eiendeler	971 454	1 011 518	1 580 934	1 420 788	1 986 213	3 077 150	3 114 684	3 425 202
Kundefordringer	148 596	252 155	409 707	505 280	660 944	662 149	888 219	815 500
Andre kortsiktige fordringer: Til gode merverdiavgift	16 603	34 966	17 511	52 524	82 971	23 259	212 918	119 563
Andre kortsiktige fordringer: Gjenværende	17 553	28 826	91 400	92 469	97 498	176 689	75 307	127 572
Kontanter og kontantekvivalenter	23 541	136 865	107 062	47 621	55 336	391 084	166 963	273 700
Sum driftsrelaterte eiendeler	2 804 284	3 246 891	4 925 005	5 392 185	6 593 439	8 826 054	9 582 355	10 297 741
Driftsrelatert gjeld								
Utsatt skatt	481 813	498 508	787 188	738 475	872 398	1 199 557	1 262 594	1 231 200
Leverandørgjeld	133 022	204 394	351 042	412 802	762 765	515 856	409 485	703 076
Betalbar skatt	46 271	146 293	148 088	66 399	7 008	25 843	321 839	264 170
Skyldige offentlige avgifter m.v.	19 137	19 710	48 023	52 980	43 192	93 532	143 757	180 293
Annen kortsiktig gjeld: Gjenværende	15 613	43 627	106 845	75 757	124 598	173 419	202 810	285 860
Sum driftsrelatert gjeld	695 856	912 532	1 441 186	1 346 413	1 809 961	2 008 207	2 340 485	2 664 599
NETTO DRIFTSRELATERTE EIENDELER	2 108 428	2 334 359	3 483 819	4 045 772	4 783 478	6 817 847	7 241 870	7 633 143
EGENKAPITAL								
Egenkapital	1 314 214	1 698 892	2 351 356	2 092 382	2 831 413	4 722 976	5 076 655	5 147 300
SUM EGENKAPITAL	1 314 214	1 698 892	2 351 356	2 092 382	2 831 413	4 722 976	5 076 655	5 147 300
FINANSIELLE EIENDELER OG GJELD								
Finansielle eiendeler								
Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg	975	1 025	1 426	763	15 760	384	519	606
Andre langsiktige fordringer	5 485	12 720	12 276	4 609	4 029	5 225	13 403	12 502
Andre kortsiktige fordringer	-	9 453	27 355	-	65 032	17 636	4 419	11 165
Kontanter og kontantekvivalenter	-	11 739	-	-	-	679 914	-	-
Investering i tilknyttet selskap	257 615	268 508	866 809	918 868	948 575	402 338	523 711	621 486
Sum finansielle eiendeler	264 075	303 445	907 866	924 240	1 033 396	1 105 497	542 052	645 759
Finansiell gjeld								
Minoritetsinteresser	898	914	118 011	122 228	136 300	337 808	60 622	79 700
Pensjonsforpliktelser	5 233	5 784	1 714	1 213	528	-	-	-
Langsiktig rentebærende gjeld	758 171	746 071	1 760 567	2 028 537	2 098 240	1 974 521	1 780 174	2 235 590
Andre langsiktige forpliktelser	65 764	68 070	108 606	173 460	125 188	471 716	411 388	525 810
Kortsiktig rentebærende gjeld	183 999	118 073	51 431	501 754	596 288	397 186	276 667	140 400
Annen kortsiktig gjeld	44 224	-	-	50 438	28 917	19 137	178 416	150 101
Sum finansiell gjeld	1 058 289	938 912	2 040 329	2 877 630	2 985 461	3 200 368	2 707 267	3 131 601
NETTO FINANSIELLE EIENDELER	- 794 214	- 635 467	- 1 132 463	- 1 953 390	- 1 952 065	- 2 094 871	- 2 165 215	- 2 485 843
SUM EIENDELER	3 068 359	3 550 336	5 832 871	6 316 425	7 626 835	9 931 551	10 124 407	10 943 500
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	3 068 359	3 550 336	5 832 871	6 316 425	7 626 835	9 931 551	10 124 407	10 943 500

Omgruppert balanse Cermaq							<i>cermaq</i>
Tall i NOK 1000	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
DRIFTSRELATERTE EIENDELER OG GJELD							
Driftsrelaterte eiendeler							
Konsepsjoner	1 362 026	1 207 272	1 223 689	1 225 110	1 483 665	1 574 016	2 176 365
Rettigheter / andre immaterielle eiendeler	-	-	-	3 719	10 425	14 746	24 363
Goodwill	908 428	794 123	805 890	818 574	786 299	356 377	421 400
Utsatt skattefordel	10 257	12 479	18 701	20 052	100 017	95 830	149 949
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	2 479 566	2 314 709	2 288 993	2 621 469	3 103 806	1 947 826	2 294 318
Varelager	1 397 058	596 434	842 498	1 121 308	1 367 579	336 865	834 924
Biologiske eiendeler	1 899 922	1 543 454	2 158 774	2 026 003	2 320 160	3 459 595	3 325 668
Kundefordringer	1 550 068	860 209	1 263 294	1 608 544	1 929 171	725 340	659 607
Andre kortsiktige fordringer: Gjenværende	177 260	95 758	154 084	199 924	294 213	487 712	311 886
Kontanter og kontantekvivalenter	175 798	300 010	426 457	459 263	510 181	452 180	356 114
Sum driftsrelaterte eiendeler	9 960 383	7 724 448	9 182 380	10 103 966	11 905 516	9 450 487	10 554 594
Driftsrelatert gjeld							
Utsatt skatt	520 188	549 609	759 141	739 874	775 940	918 468	988 343
Leverandørgjeld	1 871 226	702 995	883 825	1 465 112	1 667 727	647 454	744 105
Betalbar skatt	-	-	-	166 167	42 107	91 762	88 636
Annen kortsiktig gjeld: Skyldige offentlige avgifter	6 783	78 861	68 797	9 335	40 384	13 974	14 957
Annen kortsiktig gjeld: Gjenværende	295 566	291 196	431 611	257 569	292 019	342 133	200 223
Sum driftsrelatert gjeld	2 693 763	1 622 661	2 143 374	2 638 057	2 818 177	2 013 791	2 036 264
NETTO DRIFTSRELATERTE EIENDELER	7 266 620	6 101 787	7 039 006	7 465 909	9 087 339	7 436 696	8 518 330
EGENKAPITAL							
Egenkapital	4 292 497	4 328 917	5 728 611	6 113 166	5 656 182	9 601 373	5 057 042
SUM EGENKAPITAL	4 292 497	4 328 917	5 728 611	6 113 166	5 656 182	9 601 373	5 057 042
FINANSIELLE EIENDELER OG GJELD							
Finansielle eiendeler							
Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg	187 825	213 966	79 565	79 597	8 967	1 190	724
Andre langsiktige fordringer	136 506	70 527	116 122	26 537	11 592	8 364	119 579
Kontanter og kontantekvivalenter	-	120 385	52 218	-	-	4 279 883	-
Investering i tilknyttet selskap	100 572	136 905	182 504	147 216	155 095	56 338	71 700
Sum finansielle eiendeler	424 903	541 783	430 409	253 350	175 654	4 345 775	192 003
Finansiell gjeld							
Minoritetsinteresser	66 438	24 091	23 247	45 853	41 626	23 540	1 508
Pensjonsforpliktelse	28 446	60 401	58 376	45 971	52 973	38 654	45 553
Langsiktig rentebærende gjeld	2 848 003	2 193 407	1 618 107	1 408 452	3 234 546	1 911 453	3 317 062
Andre langsiktige forpliktelse	-	-	-	3 201	2 177	155	19 425
Kortsiktig rentebærende gjeld	456 139	36 754	41 074	102 616	275 489	207 296	272 759
Sum finansiell gjeld	3 399 026	2 314 653	1 740 804	1 606 093	3 606 811	2 181 098	3 653 291
NETTO FINANSIELLE EIENDELER	- 2 974 123	- 1 772 870	- 1 310 395	- 1 352 743	- 3 431 157	2 164 677	- 3 461 288
SUM EIENDELER	10 385 286	8 266 231	9 612 789	10 357 316	12 081 170	13 796 262	10 746 597
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	10 385 286	8 266 231	9 612 789	10 357 316	12 081 170	13 796 262	10 746 597

Regnskapstall for 2015 er ikke tilgjengelig for Cermaq som følge av at virksomheten ble tatt av børs i 2014.


Omgruppert balanse Grieg Seafood								Grieg Seafood
Tall i NOK 1000	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
DRIFTSRELATERTE EIENDELER OG GJELD								
Driftsrelaterte eiendeler								
Konsesjoner	831 921	818 340	926 170	987 596	976 740	994 066	1 066 184	1 093 338
Rettigheter / andre immaterielle eiendeler	8 205	5 578	3 160	4 618	3 800	4 545	11 517	16 975
Goodwill	87 665	87 583	90 540	105 373	105 108	107 310	108 708	109 863
Utsatt skattefordel	-	-	-	-	-	-	-	1 101
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	794 346	819 110	923 546	1 126 699	1 141 317	1 204 207	1 424 562	1 534 788
Varelager	44 592	49 180	58 409	67 355	65 692	74 015	88 250	90 867
Biologiske eiendeler	1 073 341	1 367 061	1 564 041	1 404 934	1 310 142	1 766 332	1 844 097	1 929 115
Kundefordringer	157 876	188 052	265 350	223 682	124 657	177 815	254 042	581 904
Andre kortsiktige fordringer: Til gode merverdiavgift	12 623	11 126	15 472	32 499	14 569	24 152	17 370	25 242
Andre kortsiktige fordringer: Gjenværende	35 865	45 925	27 793	32 082	36 730	29 863	39 917	159 009
Kontanter og kontantekvivalenter	68 146	139 778	143 727	152 622	150 049	163 913	144 003	260 189
Sum driftsrelaterte eiendeler	3 114 580	3 531 733	4 018 208	4 137 460	3 928 804	4 546 218	4 998 650	5 802 391
Driftsrelatert gjeld								
Utsatt skatt	251 069	331 995	531 498	486 702	426 781	557 350	559 542	569 745
Leverandørgjeld	214 687	233 443	253 305	303 196	246 119	317 753	300 521	653 083
Betalbar skatt	-	-	1 144	-	-	1 471	50 645	17 239
Skyldige offentlige avgifter m.v.	13 611	13 869	23 960	22 514	19 720	21 731	13 013	23 164
Annen kortsiktig gjeld: Gjenværende	23 702	72 400	41 674	48 452	53 981	64 328	110 732	110 135
Sum driftsrelatert gjeld	503 069	651 707	851 581	860 864	746 601	962 633	1 034 453	1 373 366
NETTO DRIFTSRELATERTE EIENDELER	2 611 511	2 880 026	3 166 627	3 276 596	3 182 203	3 583 585	3 964 197	4 429 025
EGENKAPITAL								
Egenkapital	928 603	1 374 421	1 982 405	1 690 150	1 513 230	1 988 557	2 221 919	2 212 247
SUM EGENKAPITAL	928 603	1 374 421	1 982 405	1 690 150	1 513 230	1 988 557	2 221 919	2 212 247
FINANSIELLE EIENDELER OG GJELD								
Finansielle eiendeler								
Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg	178	945	557	1 307	1 337	1 392	1 518	1 518
Andre langsiktige fordringer	1 790	-	1 958	311	53	255	-	2 507
Andre kortsiktige fordringer	8 243	20 350	-	1 178	-	518	-	-
Kontanter og kontantekvivalenter	-	-	-	-	89 836	-	-	131 831
Investering i tilknyttet selskap	11 579	13 619	33 456	37 387	49 229	41 190	41 937	25 947
Lån til tilknyttet selskap	2 410	1 923	3 449	996	1 020	1 020	67	67
Sum finansielle eiendeler	24 200	36 837	39 420	41 179	141 475	44 375	43 522	161 870
Finansiell gjeld								
Minoritetsinteresser	-	-	-	-	-	-	-	30 349
Pensjonsforpliktelse	4 161	1 927	2 051	1 557	1 110	610	198	4 498
Langsiktig rentebærende gjeld	234 699	2 042	830 123	790 642	1 107 193	1 020 897	1 195 258	1 791 229
Andre langsiktige forpliktelse	5 882	923 134	9 137	2 895	34 068	24 056	25 974	21 425
Kortsiktig rentebærende gjeld	1 339 834	605 667	380 726	824 644	654 272	582 209	540 895	501 162
Annen kortsiktig gjeld	122 532	9 672	1 605	7 887	13 805	11 631	23 475	29 985
Sum finansiell gjeld	1 707 108	1 542 442	1 223 642	1 627 625	1 810 448	1 639 403	1 785 800	2 378 648
NETTO FINANSIELLE EIENDELER	- 1 682 908	- 1 505 605	- 1 184 222	- 1 586 446	- 1 668 973	- 1 595 028	- 1 742 278	- 2 216 778
SUM EIENDELER	3 138 780	3 568 570	4 057 628	4 178 639	4 070 279	4 590 593	5 042 172	5 964 261
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	3 138 780	3 568 570	4 057 628	4 178 639	4 070 279	4 590 593	5 042 172	5 964 261


Vedlegg 3: Normalisering EBITDA Norway Royal Salmon: Konsernnivå


Rapportert resultatregnskap Norway Royal Salmon								
Tall i NOK 1000	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsinntekter	1 349 232	1 602 502	2 002 085	1 734 022	1 744 266	2 603 712	2 599 799	3 210 548
Sum driftsinntekter	1 349 232	1 602 502	2 002 085	1 734 022	1 744 266	2 603 712	2 599 799	3 210 548
Varekostnad	-1 264 153	-1 478 884	-1 748 681	-1 549 263	-1 540 290	-2 137 934	-2 175 278	-2 707 071
Lønnskostnader: Rentekostnader årets pensjonsopptjening	- 355	- 247	- 296	- 306	- 105	- 291	- 105	- 236
Lønnskostnader: Annet	- 23 972	- 33 733	- 47 147	- 60 289	- 71 659	- 85 336	- 104 452	- 113 032
Sum lønnskostnader	- 24 327	- 33 980	- 47 443	- 60 595	- 71 764	- 85 627	- 104 557	- 113 268
Avskrivninger	- 6 158	- 12 475	- 18 555	- 26 043	- 30 449	- 33 728	- 41 412	- 53 697
Nedskrivninger	-	-	- 12 851	-	-	-	-	-
Sum varekostnad, lønnskostnader og avskrivninger	-1 294 638	-1 525 339	-1 827 530	-1 635 901	-1 642 503	-2 257 289	-2 321 247	-2 874 036
Andre driftskostnader: Leie av lokaler og utstyr	- 1 260	- 2 408	- 4 102	- 4 203	- 3 568	- 4 766	- 6 824	- 7 398
Andre driftskostnader: Vedlikehold	- 5 669	- 13 315	- 12 454	- 16 570	- 27 067	- 37 535	- 37 946	- 48 177
Andre driftskostnader: Ikke aktivert utstyr	- 759	- 993	- 1 233	- 2 436	- 3 060	- 4 484	- 7 605	- 7 716
Andre driftskostnader: Drivstoff	- 1 622	- 1 633	- 3 771	- 5 540	- 6 683	- 8 922	- 9 291	- 11 625
Andre driftskostnader: Eksterne honorar	- 3 812	- 4 361	- 4 770	- 9 220	- 6 837	- 7 849	- 7 694	- 9 921
Andre driftskostnader: Forsikringer	-	-	-	- 2 693	- 3 674	- 2 742	- 3 987	- 4 295
Andre driftskostnader: Tap på fordringer	- 419	- 1 251	- 2 325	- 504	- 1 105	- 6 368	- 9 471	- 10 110
Andre driftskostnader: Restruktureringskostnader	-	-	-	- 2 500	-	-	- 4 000	-
Andre driftskostnader: Enkelstående hendelser	-	-	- 1 618	-	- 9 919	- 2 219	- 31 911	- 31 330
Andre driftskostnader: Annet	- 13 761	- 13 849	- 21 492	- 9 699	- 19 434	- 15 537	- 1 759	- 4 047
Sum andre driftskostnader	- 27 302	- 37 810	- 51 765	- 53 365	- 81 347	- 90 422	- 120 488	- 134 618
Sum driftskostnader	-1 321 940	-1 563 149	-1 879 295	-1 689 266	-1 723 850	-2 347 711	-2 441 735	-3 008 654
Operasjonelt driftsresultat	27 292	39 353	122 790	44 756	20 416	256 001	158 064	201 894
Virkelig verdijustering: Verdijustering biomasse	- 6 646	43 573	24 823	- 69 841	54 570	86 985	53 488	- 2 808
Virkelig verdijustering: Tapsavsetning salg-/innkjøpskontrakter	-	-	-	-	1 095	1 095	5 526	22 241
Virkelig verdijustering: Finansielle Fish Pool kontrakter	-	-	1 516	- 786	4 047	6 645	9 494	49 465
Sum virkelig verdijustering	- 6 646	43 573	26 339	- 70 627	49 428	94 725	57 456	24 416
Resultat fra investering i tilknyttede selskaper	- 10 785	6 145	19 772	- 1 689	10 464	28 834	27 136	22 754
Driftsresultat (EBIT)	9 861	89 071	168 901	- 27 560	80 308	379 560	242 656	249 064
Avskrivninger	6 158	12 475	18 555	26 043	30 449	33 728	41 412	53 697
Nedskrivninger	-	-	- 12 851	-	-	-	-	-
EBITDA	16 019	101 546	200 307	- 1 517	110 757	413 288	284 068	302 761
Virkelig verdijustering: Verdijustering biomasse	6 646	- 43 573	- 24 823	69 841	- 54 570	- 86 985	- 53 488	2 808
Virkelig verdijustering: Tapsavsetning salg-/innkjøpskontrakter	-	-	-	-	1 095	1 095	5 526	22 241
Virkelig verdijustering: Finansielle Fish Pool kontrakter	-	-	1 516	- 786	4 047	6 645	9 494	49 465
Resultat fra investering i tilknyttede selskaper	10 785	- 6 145	- 19 772	1 689	- 10 464	- 28 834	- 27 136	- 22 754
Andre driftskostnader: Tap på fordringer	-	-	-	-	-	4 806	7 911	8 183
Andre driftskostnader: Restruktureringskostnader	-	-	-	- 2 500	-	-	- 4 000	-
Andre driftskostnader: Enkelstående hendelser	-	-	1 618	-	-	-	-	6 330
Lønnskostnader: Rentekostnader årets pensjonsopptjening	355	247	296	306	105	291	105	236
EBITDA normalisert	33 805	52 075	156 110	73 605	50 970	294 826	211 492	270 340


Normalisert resultatregnskap Norway Royal Salmon								
Tall i NOK 1000	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsinntekter	1 349 232	1 602 502	2 002 085	1 734 022	1 744 266	2 603 712	2 599 799	3 210 548
Sum driftsinntekter	1 349 232	1 602 502	2 002 085	1 734 022	1 744 266	2 603 712	2 599 799	3 210 548
Varekostnad	-1 264 153	-1 478 884	-1 748 681	-1 549 263	-1 540 290	-2 137 934	-2 175 278	-2 707 071
Lønnskostnader: Rentekostnader årets pensjonsopptjening	-	-	-	-	-	-	-	-
Lønnskostnader: Annet	- 23 972	- 33 733	- 47 147	- 60 289	- 71 659	- 85 336	- 104 452	- 113 032
Sum lønnskostnader	- 23 972	- 33 733	- 47 147	- 60 289	- 71 659	- 85 336	- 104 452	- 113 032
Avskrivninger	- 6 158	- 12 475	- 18 555	- 26 043	- 30 449	- 33 728	- 41 412	- 53 697
Nedskrivninger	-	-	- 12 851	-	-	-	-	-
Sum varekostnad, lønnskostnader og avskrivninger	-1 294 283	-1 525 092	-1 827 234	-1 635 595	-1 642 398	-2 256 998	-2 321 142	-2 873 800
Andre driftskostnader: Leie av lokaler og utstyr	- 1 260	- 2 408	- 4 102	- 4 203	- 3 568	- 4 766	- 6 824	- 7 398
Andre driftskostnader: Vedlikehold	- 5 669	- 13 315	- 12 454	- 16 570	- 27 067	- 37 535	- 37 946	- 48 177
Andre driftskostnader: Ikke aktivert utstyr	- 759	- 993	- 1 233	- 2 436	- 3 060	- 4 484	- 7 605	- 7 716
Andre driftskostnader: Drivstoff	- 1 622	- 1 633	- 3 771	- 5 540	- 6 683	- 8 922	- 9 291	- 11 625
Andre driftskostnader: Eksterne honorar	- 3 812	- 4 361	- 4 770	- 9 220	- 6 837	- 7 849	- 7 694	- 9 921
Andre driftskostnader: Forsikringer	-	-	-	- 2 693	- 3 674	- 2 742	- 3 987	- 4 295
Andre driftskostnader: Tap på fordringer	- 419	- 1 251	- 2 325	- 504	- 1 105	- 1 562	- 1 560	- 1 926
Andre driftskostnader: Restruktureringskostnader	-	-	-	-	-	-	-	-
Andre driftskostnader: Enkelstående hendelser	-	-	-	-	- 9 919	- 2 219	- 31 911	- 25 000
Andre driftskostnader: Annet	- 13 761	- 13 849	- 21 492	- 9 699	- 19 434	- 15 537	- 1 759	- 4 047
Sum andre driftskostnader	- 27 302	- 37 810	- 50 147	- 50 865	- 81 347	- 85 616	- 108 577	- 120 105
Sum driftskostnader	-1 321 585	-1 562 902	-1 877 381	-1 686 460	-1 723 745	-2 342 614	-2 429 719	-2 993 905
Operasjonelt driftsresultat	27 647	39 600	124 704	47 562	20 521	261 098	170 080	216 643
Virkelig verdijustering: Verdijustering biomasse	-	-	-	-	-	-	-	-
Virkelig verdijustering: Tapsavsetning salg-/innkjøpskontrakter	-	-	-	-	-	-	-	-
Virkelig verdijustering: Finansielle Fish Pool kontrakter	-	-	-	-	-	-	-	-
Sum virkelig verdijustering	-	-	-	-	-	-	-	-
Resultat fra investering i tilknyttede selskaper	-	-	-	-	-	-	-	-
Driftsresultat (EBIT) normalisert	27 647	39 600	124 704	47 562	20 521	261 098	170 080	216 643
Avskrivninger	6 158	12 475	18 555	26 043	30 449	33 728	41 412	53 697
Nedskrivninger	-	-	- 12 851	-	-	-	-	-
EBITDA normalisert	33 805	52 075	156 110	73 605	50 970	294 826	211 492	270 340

Vedlegg 4: Normalisering EBITDA sammenlignbare virksomheter: Konsernnivå


Normalisering EBITDA Marine Harvest Group								
Tall i NOK 1000	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EBITDA	572 500	2 408 500	5 119 400	1 943 100	1 646 400	5 489 200	4 624 300	3 396 483
Andre driftskostnader: Restruktureringskostnader	241 000	169 500	4 400	21 800	800	272 800	52 900	136 300
Andre driftskostnader: Enkeltstående hendelser	-	-	-	-	-	74 400	168 200	21 700
Virkelig verdijustering: Verdijustering biomasse	278 800	- 301 200	-1 091 700	1 514 000	- 350 200	-1 794 600	510 800	- 90 300
Virkelig verdijustering: Tapsavsetning salg-/innkjøpskontrakter	-	-	14 300	5 800	6 100	124 700	- 23 700	6 600
Lønnskostnader: Enkeltstående hendelser	-	-	-	-	3 500	-	-	-
Resultat fra investering i tilknyttede selskaper	- 5 800	- 69 500	- 202 000	8 500	- 88 300	- 221 800	- 149 500	- 209 700
Gevinst ved salg av eiendeler	- 10 300	- 4 800	- 5 600	- 44 300	- 6 500	- 6 300	- 10 800	- 10 799
EBITDA normalisert	1 076 200	2 202 500	3 838 800	3 448 900	1 211 800	3 938 400	5 172 200	3 206 884

Normalisering EBITDA Lerøy Seafood Group								
Tall i NOK 1000	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EBITDA	511 576	1 277 390	2 226 419	888 771	1 094 432	2 894 891	1 924 662	2 063 752
Virkelig verdijustering: Verdijustering biomasse	36 369	- 60 483	- 298 538	616 741	- 294 735	- 763 312	325 957	- 188 508
Virkelig verdijustering: Finansielle Fish Pool kontrakter	-	-	-	974	-	917	1 457	-
Lønnskostnader: Rentekostnader årets pensjonsopptjening	452	481	143	55	7	124	62	-
Lønnskostnader: Enkeltstående hendelser	-	1 040	1 000	-	-	-	-	-
Resultat fra investering i tilknyttede selskaper	- 13 716	- 62 744	- 122 006	- 19 741	- 24 831	- 192 188	- 91 939	- 61 376
Gevinst ved salg av eiendeler	- 2 760	- 220	- 2 757	- 14 060	- 5 795	- 53 805	- 117 409	-
EBITDA normalisert	531 921	1 155 464	1 804 261	1 470 792	769 064	1 884 793	2 042 790	1 813 868

Normalisering EBITDA SalMar								
Tall i NOK 1000	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EBITDA	371 939	715 081	1 396 807	408 171	902 936	2 333 224	2 020 999	1 805 400
Andre driftskostnader: Enkeltstående hendelser	9 303	-	-	-	-	-	-	-
Virkelig verdijustering: Verdijustering biomasse	32 996	4 624	- 181 023	334 950	- 268 749	- 529 433	38 963	- 147 300
Virkelig verdijustering: Tapsavsetning salg-/innkjøpskontrakter	-	-	-	3 635	1 805	1 759	30 629	91 900
Virkelig verdijustering: Finansielle Fish Pool kontrakter	-	-	-	36 783	- 23 473	502	162 757	15 500
Lønnskostnader: Rentekostnader årets pensjonsopptjening	52	104	69	-	-	-	-	-
Lønnskostnader: Enkeltstående hendelser	-	-	-	-	-	-	6 699	-
Resultat fra investering i tilknyttede selskaper	- 12 248	- 56 769	- 147 365	- 97 999	- 93 909	- 157 980	- 96 136	- 40 200
Gevinst ved salg av eiendeler	-	-	-	-	- 62 390	- 161 755	-	-
EBITDA normalisert	402 042	663 040	1 068 350	678 270	456 220	1 485 313	2 163 911	1 725 300

Normalisering EBITDA Cermaq							
Tall i NOK 1000	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
EBITDA	433 481	891 470	2 322 104	1 360 481	772 670	1 456 534	423 005
Virkelig verdijustering: Verdijustering biomasse	- 90 078	- 22 193	- 512 172	361 956	152 090	- 651 582	445 965
Lønnskostnader: Rentekostnader årets pensjonsopptjening	295	2 031	1 731	1 323	1 193	1 006	1 292
Lønnskostnader: Enkeltstående hendelser	-	-	-	-	-	7 000	-
Resultat fra investering i tilknyttede selskaper	- 11 578	- 11 367	- 31 634	- 36 917	- 13 939	- 11 083	- 6 781
Gevinst ved salg av eiendeler	-	-	- 96 859	-	- 137 227	- 46 107	- 43 937
EBITDA normalisert	332 120	859 941	1 683 170	1 686 843	774 787	755 768	819 544

Regnskapstall for 2015 er ikke tilgjengelig for Cermaq som følge av at virksomheten ble tatt av børs i 2014.

Normalisering EBITDA Grieg Seafood								
Tall i NOK 1000	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EBITDA	102 622	392 369	902 163	- 24 195	67 332	754 024	357 223	294 520
Virkelig verdijustering: Verdijustering biomasse	35 747	- 124 691	- 199 507	396 474	- 98 063	- 268 938	125 714	- 33 209
Virkelig verdijustering: Finansielle Fish Pool kontrakter	-	9 415	- 8 122	- 1 294	-	1 488	1 394	-
Lønnskostnader: Rentekostnader årets pensjonsopptjening	366	18	-	-	-	-	-	-
Lønnskostnader: Enkeltstående hendelser	-	-	-	-	-	-	5 500	-
Resultat fra investering i tilknyttede selskaper	- 700	- 1 985	- 12 337	- 38 869	- 11 831	- 7 889	- 12 867	- 6 994
Gevinst ved salg av eiendeler	- 8 299	- 80	763	- 201	53	-	- 63 815	-
EBITDA normalisert	129 736	275 046	682 960	331 915	- 42 509	478 685	413 149	254 317

Vedlegg 5: Normalisering EBITDA Norway Royal Salmon: Segmentnivå

Rapportert segmentnote Norway Royal Salmon							
Tall i NOK 1000	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Oppdrett Region Nord							
Total segmentinntekt	124 766	209 524	348 409	347 954	759 645	683 091	892 600
Inntekt mellom segmenter	- 110 133	- 199 262	- 313 045	- 341 649	- 743 260	- 678 789	- 888 176
Inntekt fra eksterne kunder	14 633	10 262	35 364	6 305	16 385	4 302	4 424
Varekostnad	- 83 511	- 86 598	- 237 882	- 237 696	- 394 686	- 322 682	- 489 489
Avskrivninger	- 6 927	- 11 999	- 16 527	- 19 702	- 22 866	- 30 052	- 37 219
Nedskrivninger	-	- 12 851	-	-	-	-	-
Andre kostnader	- 22 259	- 39 144	- 47 872	- 69 092	- 89 459	- 120 963	- 143 256
Sum driftskostnader	- 112 697	- 150 592	- 302 281	- 326 490	- 507 011	- 473 697	- 669 965
Operasjonelt driftsresultat (EBIT)	12 069	58 932	46 128	21 464	252 634	209 394	222 635
Virkelig verdjustering	27 590	26 393	- 54 493	47 544	68 914	42 865	6 034
Driftsresultat (EBIT)	39 659	85 325	- 8 365	69 008	321 548	252 259	228 669
Avskrivninger	6 927	11 999	16 527	19 702	22 866	30 052	37 219
Nedskrivninger	-	- 12 851	-	-	-	-	-
EBITDA	46 586	110 175	8 162	88 710	344 414	282 311	265 888
Oppdrett Region Sør							
Total segmentinntekt	69 657	167 264	152 375	189 293	179 841	163 068	193 785
Inntekt mellom segmenter	- 68 781	- 166 279	- 139 836	- 189 258	- 179 788	- 163 062	- 193 781
Inntekt fra eksterne kunder	876	985	12 539	35	53	6	4
Varekostnad	- 36 674	- 88 338	- 127 138	- 154 376	- 99 650	- 101 973	- 132 825
Avskrivninger	- 5 395	- 6 157	- 8 800	- 9 908	- 10 224	- 11 080	- 11 645
Nedskrivninger	-	-	-	-	-	-	-
Andre kostnader	- 16 498	- 21 762	- 21 392	- 20 356	- 27 500	- 31 127	- 29 469
Sum driftskostnader	- 58 567	- 116 257	- 157 330	- 184 640	- 137 374	- 144 180	- 173 939
Operasjonelt driftsresultat (EBIT)	11 090	51 007	- 4 955	- 4 653	42 467	18 888	19 846
Virkelig verdjustering	15 983	- 1 570	- 15 348	7 027	18 071	10 623	- 8 842
Driftsresultat (EBIT)	27 073	49 437	- 20 303	11 680	60 538	29 511	11 004
Avskrivninger	5 395	6 157	8 800	9 908	10 224	11 080	11 645
Nedskrivninger	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA	32 468	55 594	- 11 503	21 588	70 762	40 591	22 649
Salgsvirksomhet							
Total segmentinntekt	1 586 993	1 990 838	1 685 577	1 736 927	2 579 059	2 577 739	3 171 282
Inntekt mellom segmenter	-	-	-	-	-	-	-
Inntekt fra eksterne kunder	1 586 993	1 990 838	1 685 577	1 736 927	2 579 059	2 577 739	3 171 282
Varekostnad	- 1 537 612	- 1 939 287	- 1 636 580	- 1 688 045	- 2 559 881	- 2 546 830	- 3 100 165
Avskrivninger	- 154	- 399	- 716	- 840	- 638	- 139	- 738
Nedskrivninger	-	-	-	-	-	-	-
Andre kostnader	- 28 600	- 25 258	- 24 697	- 26 613	- 33 517	- 35 906	- 43 817
Sum driftskostnader	- 1 566 366	- 1 964 944	- 1 661 993	- 1 715 498	- 2 594 036	- 2 582 875	- 3 144 720
Operasjonelt driftsresultat (EBIT)	20 627	25 894	23 584	21 429	- 14 977	- 5 136	26 562
Virkelig verdjustering	-	- 1 516	- 786	- 5 143	7 740	3 968	27 224
Driftsresultat (EBIT)	20 627	27 410	22 798	16 286	- 7 237	- 1 168	53 786
Avskrivninger	154	399	716	840	638	139	738
Nedskrivninger	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA	20 781	27 809	23 514	17 126	- 6 599	- 1 029	54 524
Sum segmenter							
Total segmentinntekt	1 781 416	2 367 626	2 186 361	2 274 174	3 518 545	3 423 898	4 257 667
Inntekt mellom segmenter	- 178 914	- 365 541	- 452 881	- 530 907	- 923 048	- 841 851	- 1 081 957
Inntekt fra eksterne kunder	1 602 502	2 002 085	1 733 480	1 743 267	2 595 497	2 582 047	3 175 710
Varekostnad	- 1 657 797	- 2 114 223	- 2 001 600	- 2 080 117	- 3 054 217	- 2 971 485	- 3 722 479
Avskrivninger	- 12 476	- 18 555	- 26 043	- 30 450	- 33 728	- 41 271	- 49 602
Nedskrivninger	-	- 12 851	-	-	-	-	-
Andre kostnader	- 67 357	- 86 164	- 93 961	- 116 061	- 150 476	- 187 996	- 216 543
Sum driftskostnader	- 1 737 630	- 2 231 793	- 2 121 604	- 2 226 628	- 3 238 421	- 3 200 752	- 3 988 624
Operasjonelt driftsresultat (EBIT)	43 786	135 833	64 757	47 546	280 124	223 146	269 043
Virkelig verdjustering	43 573	26 339	- 70 627	49 428	94 725	57 456	24 416
Driftsresultat (EBIT)	87 359	162 172	- 5 870	96 974	374 849	280 602	293 459
Avskrivninger	12 476	18 555	26 043	30 450	33 728	41 271	49 602
Nedskrivninger	-	- 12 851	-	-	-	-	-
EBITDA	99 835	193 578	20 173	127 424	408 577	321 873	343 061
Ikke allokerte resultatposter EBIT (eliminering):							
Resultat fra investering i tilknyttede selskaper	6 145	19 772	- 1 689	10 464	28 677	26 999	22 754
Ikke allokerte enkeltstående hendelser	-	-	-	- 9 919	- 2 219	- 35 911	- 31 330
Ikke allokerte kostnader (drift)	- 4 433	- 13 043	- 20 001	- 17 211	- 21 747	- 29 034	- 35 819
EBIT konsern	89 071	168 901	- 27 560	80 308	379 560	242 656	249 064
Avskrivninger konsern	12 475	18 555	26 043	30 449	33 728	41 412	53 697
Nedskrivninger konsern	-	- 12 851	-	-	-	-	-
EBITDA konsern	101 546	200 307	- 1 517	110 757	413 288	284 068	302 761

Normalisert segmentnote Norway Royal Salmon

Tall i NOK 1000

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Oppdrett Region Nord							
Total segmentinntekt	124 766	209 524	348 409	347 954	759 645	683 091	892 600
Inntekt mellom segmenter	- 110 133	- 199 262	- 313 045	- 341 649	- 743 260	- 678 789	- 888 176
Inntekt fra eksterne kunder	14 633	10 262	35 364	6 305	16 385	4 302	4 424
Varekostnad	- 83 511	- 86 598	- 237 882	- 237 696	- 394 686	- 322 682	- 489 489
Avskrivninger	- 6 927	- 11 999	- 16 527	- 19 702	- 22 866	- 30 052	- 37 219
Nedskrivninger	-	- 12 851	-	-	-	-	-
Andre kostnader	- 22 259	- 39 144	- 47 872	- 69 092	- 89 459	- 120 963	- 143 256
Sum driftskostnader	- 112 697	- 150 592	- 302 281	- 326 490	- 507 011	- 473 697	- 669 965
Operasjonelt driftsresultat (EBIT)	12 069	58 932	46 128	21 464	252 634	209 394	222 635
Virkelig verdjustering	-	-	-	-	-	-	-
Driftsresultat (EBIT)	12 069	58 932	46 128	21 464	252 634	209 394	222 635
Avskrivninger	6 927	11 999	16 527	19 702	22 866	30 052	37 219
Nedskrivninger	-	- 12 851	-	-	-	-	-
EBITDA	18 996	83 782	62 655	41 166	275 500	239 446	259 854

Oppdrett Region Sør

Total segmentinntekt	69 657	167 264	152 375	189 293	179 841	163 068	193 785
Inntekt mellom segmenter	- 68 781	- 166 279	- 139 836	- 189 258	- 179 788	- 163 062	- 193 781
Inntekt fra eksterne kunder	876	985	12 539	35	53	6	4
Varekostnad	- 36 674	- 88 338	- 127 138	- 154 376	- 99 650	- 101 973	- 132 825
Avskrivninger	- 5 395	- 6 157	- 8 800	- 9 908	- 10 224	- 11 080	- 11 645
Nedskrivninger	-	-	-	-	-	-	-
Andre kostnader	- 16 498	- 21 762	- 21 392	- 20 356	- 27 500	- 31 127	- 29 469
Sum driftskostnader	- 58 567	- 116 257	- 157 330	- 184 640	- 137 374	- 144 180	- 173 939
Operasjonelt driftsresultat (EBIT)	11 090	51 007	4 955	4 653	42 467	18 888	19 846
Virkelig verdjustering	-	-	-	-	-	-	-
Driftsresultat (EBIT)	11 090	51 007	4 955	4 653	42 467	18 888	19 846
Avskrivninger	5 395	6 157	8 800	9 908	10 224	11 080	11 645
Nedskrivninger	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA	16 485	57 164	3 845	14 561	52 691	29 968	31 491

Salgsvirksomhet

Total segmentinntekt	1 586 993	1 990 838	1 685 577	1 736 927	2 579 059	2 577 739	3 171 282
Inntekt mellom segmenter	-	-	-	-	-	-	-
Inntekt fra eksterne kunder	1 586 993	1 990 838	1 685 577	1 736 927	2 579 059	2 577 739	3 171 282
Varekostnad	-1 537 612	-1 939 287	-1 636 580	-1 688 045	-2 559 881	-2 546 830	-3 100 165
Avskrivninger	- 154	- 399	- 716	- 840	- 638	- 139	- 738
Nedskrivninger	-	-	-	-	-	-	-
Andre kostnader	- 28 600	- 25 258	- 24 697	- 26 613	- 33 517	- 35 906	- 43 817
Sum driftskostnader	-1 566 366	-1 964 944	-1 661 993	-1 715 498	-2 594 036	-2 582 875	-3 144 720
Operasjonelt driftsresultat (EBIT)	20 627	25 894	23 584	21 429	14 977	5 136	26 562
Virkelig verdjustering	-	-	-	-	-	-	-
Driftsresultat (EBIT)	20 627	25 894	23 584	21 429	14 977	5 136	26 562
Avskrivninger	154	399	716	840	638	139	738
Nedskrivninger	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA	20 781	26 293	24 300	22 269	14 339	4 997	27 300

Sum segmenter

Total segmentinntekt	1 781 416	2 367 626	2 186 361	2 274 174	3 518 545	3 423 898	4 257 667
Inntekt mellom segmenter	- 178 914	- 365 541	- 452 881	- 530 907	- 923 048	- 841 851	- 1 081 957
Inntekt fra eksterne kunder	1 602 502	2 002 085	1 733 480	1 743 267	2 595 497	2 582 047	3 175 710
Varekostnad	-1 657 797	-2 114 223	-2 001 600	-2 080 117	-3 054 217	-2 971 485	-3 722 479
Avskrivninger	- 12 476	- 18 555	- 26 043	- 30 450	- 33 728	- 41 271	- 49 602
Nedskrivninger	-	- 12 851	-	-	-	-	-
Andre kostnader	- 67 357	- 86 164	- 93 961	- 116 061	- 150 476	- 187 996	- 216 543
Sum driftskostnader	-1 737 630	-2 231 793	-2 121 604	-2 226 628	-3 238 421	-3 200 752	-3 988 624
Operasjonelt driftsresultat (EBIT)	43 786	135 833	64 757	47 546	280 124	223 146	269 043
Virkelig verdjustering	-	-	-	-	-	-	-
Driftsresultat (EBIT)	43 786	135 833	64 757	47 546	280 124	223 146	269 043
Avskrivninger	12 476	18 555	26 043	30 450	33 728	41 271	49 602
Nedskrivninger	-	- 12 851	-	-	-	-	-
EBITDA	56 262	167 239	90 800	77 996	313 852	264 417	318 645

Ikke allokerte resultatposter EBITDA (eliminering):

Andre driftskostnader: Tap på fordringer	-	-	-	-	4 806	7 911	8 183
Andre driftskostnader: Restruktureringskostnader	-	-	2 500	-	-	4 000	-
Andre driftskostnader: Dødelighet og romming	-	-	-	9 919	2 219	31 911	25 000
Andre driftskostnader: Annet	-	- 1 618	-	-	-	-	6 330
Lønnskostnader: Rentekostnader årets pensjonsopptjening	- 247	- 296	- 306	- 105	- 291	- 105	- 236
Rest: Ikke allokerte kostnader (drift)	- 3 940	- 9 215	- 14 389	- 17 002	- 11 710	- 8 998	- 8 556
Sum eliminering (enkelstående hendelser)	- 4 187	- 11 129	- 17 195	- 27 026	- 19 026	- 52 925	- 48 305
Normalisert EBITDA konsern	52 075	156 110	73 605	50 970	294 826	211 492	270 340

Vedlegg 6: Rapportert kontantstrømoppstilling Norway Royal Salmon

Rapportert kontantstrømoppstilling Norway Royal Salmon								2015
Tall i NOK 1000	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	
Kontantstrøm fra driftsaktiviteter								
Operasjonelt driftsresultat	- 9 308*	80 726*	122 790	44 756	20 416	256 001	158 064	201 894
Betalte skatter	- 2 985	-	-	3 031	-	780	8 313	2 031
Enkelstående hendelser	-	-	-	-	-	-	-	-
Res.andel fra t.s. og gevinst ved revurdering av TS-andel til v.v.	10 785	6 145	-	-	-	-	-	-
Avskrivninger	6 158	12 475	18 555	26 043	30 449	33 728	41 412	53 697
Nedskrivninger	-	-	12 851	-	-	-	-	-
Gevinst (-)/tap (+) ved avgang anleggsmidler	118	45	369	1 845	341	32	802	1
Aksjebasert betaling	6 646	43 573	-	616	484	282	1 137	1 249
Pensjonskostnad uten kontanteffekt	555	86	411	761	559	466	716	78
Endring i varer/biologiske eiendeler	- 23 236	- 75 154	- 89 455	- 75 378	- 85 255	- 32 736	- 129 180	- 24 423
Endring i debitorer og kreditorer	21 779	23 735	35 788	8 459	12 665	34 941	33 844	25 101
Endring i andre omløpsmidler og andre gjeldsposter	2 763	14 328	18 654	9 245	18 194	9 588	682	87 130
Netto kontantstrøm fra driftsaktiviteter	13 275	- 41 209	81 833	- 25 781	- 2 828	211 836	95 458	340 196
Kontantstrøm fra investeringsaktiviteter								
Innbetaling ved salg av varige driftsmidler	-	455	940	2 213	3 050	48	-	157
Utbetaling ved kjøp av varige driftsmidler og konsesjoner	- 12 725	- 25 068	- 65 751	- 94 403	- 34 747	- 65 399	- 176 712	- 212 750
Innbetaling fra investering i finansielle anleggsmidler	2 588	2 482	3 863	37 799	50	39 958	14 722	127 999
Utbetaling ved investering i finansielle anleggsmidler	- 26 891	-	- 17 077	- 2 203	- 4 416	- 500	- 500	- 4 641
Utbetaling ved kjøp av datterselskap (fratrukket overtatte kontanter)	- 94 432	-	- 9 833	-	-	-	-	-
Endring utlån tilknyttet selskap og andre	2 048	7 663	4 259	8	907	1 545	127	18 200
Netto kontantstrøm fra investeringsaktiviteter	- 129 412	- 29 794	- 83 599	- 56 602	- 36 970	- 24 348	- 162 363	- 107 435
Kontantstrømmer fra finansieringsaktiviteter								
Innbetaling ved opptak av ny langsiktig gjeld	74 335	18 947	280 040	67 392	48 231	37 302	474 722	185 259
Utbetalinger ved netbetaling av langsiktig gjeld	- 18 784	- 17 976	- 212 196	- 20 859	- 29 331	- 40 224	- 277 236	- 43 681
Utbetalinger ved netbetaling av kortsiktig gjeld	-	-	3 526	-	-	-	-	-
Netto endring kassekreditt	- 7 269	53 299	39 367	60 664	19 090	65 393	4 223	142 576
Netto innbetaling emisjon	96 778	-	-	40 112	30 499	-	-	-
Transaksjonskostnader ved emisjon	-	-	159	-	-	-	-	-
Kjøp og salg av egne aksjer	406	194	4 104	27 882	11 740	2 054	252	2 589
Utbetaling av netto renter	-	-	18 762	-	36 781	29 699	21 499	23 976
Utbetaling av utbytte	- 8 037	- 3 795	- 5 430	- 35 586	-	- 43 542	- 96 845	- 65 353
Netto kontantstrøm fra finansieringsaktiviteter	137 429	50 281	4 704	83 841	43 448	- 143 610	74 667	- 92 916
Netto økning/reduksjon i kontanter og kontantekvivalenter	21 292	- 20 722	2 938	1 458	3 649	43 878	7 762	139 845
Kontanter og kontantekvivalenter 1. januar	1 240	22 532	1 810	4 748	6 205	9 854	53 732	61 494
Kontanter og kontantekvivalenter 31. desember	22 532	1 810	4 748	6 205	9 854	53 732	61 494	201 339

* Ordinært resultat før skattekostnad

Litteraturliste

Bøker og trykte artikler

Asche, Frank og Bjørndal, Trond. 2011. *The Economics of Salmon Aquaculture*. 2. utg. New Jersey: John Wiley & Sons.

Asche, Frank, Guttormsen, Atle, Roll, Kristin Helen og Tvetervås, Ragnar. 2013. *Produksjonsvekst, innovasjon og miljøutfordringer*. *Samfunnsøkonomen* (4), s. 82-91.

Bjørndal, Trond, Grønhaug, Kjell, Holmefjord, Liv og Salvanes, Kjell. 1987. *Fiskeoppdrettsøkonomi*. Oslo: Cappelens Forlag.

Coval, Joshua, Jurek, Jakub og Stafford, Erik. 2009. *The Economics of Structured Finance*. Volume of Economic Perspectives (23), s. 23-25.

Damodaran, Aswath. 2012. *Investment Valuation*. 3. utg. New Jersey: John Wiley & Sons.

Dørum, Øystein. 2016. *Betalt for å låne?* *Dagens Næringsliv* (19.03.2016), s. 4.

Henry, Anthony. 2008. *Understanding Strategic Management*. New York: Oxford University Press.

Jacobsen, Erik, W. og Lien, Lasse B. 2005. *Ekspansjon – Strategi for forretningsutvikling*. Oslo: Gyldendal Norsk Forlag.

Johnson, Gerry, Whittington, Richard og Scholes, Kevan. 2011. *Exploring Strategy*. 9. utg. Essex: Pearson Education.

Kaldestad, Yngve og Møller, Bjarne. 2015. *Verdivurdering*. 3. utg. Bergen: Fagbokforlaget.

Koller, Tim, Goedhart, Marc og Wessels, David. 2010. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 5. utg. New Jersey: John Wiley & Sons.

Penman, Stephen H. 2013. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. 5. utg. New York: McGraw-Hill.

Reve, Torger og Stokke, Per R. 1996. *Strategisk analyse: Grunnlaget for praktisk strategiutvikling*. Bergen: Fagbokforlaget.

Rapporter, utredninger, stortingsmeldinger og lover

Akvakulturloven. 2005, §§ 1 til 9. *Lov om akvakultur*.

https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-06-17-79#KAPITTEL_2.

Asche, Frank og Tveterås, Ragnar. 2011. *En kunnskapsbasert sjømatnæring*.

[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).

DNB. 2016. *Norway Royal Salmon: Solid Across the board*. Analytikerrapport.

Fiskeridirektoratet. 2015. *Nøkkeltall fra norsk havbruksnæring*.

<http://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Statistikk-akvakultur/Statistiske-publikasjoner/Noekkeltall-for-norsk-havbruksnaering>.

Havforskningsinstituttet. 2011. *Havforskningsrapporten 2011*.

http://www.imr.no/publikasjoner/andre_publikasjoner/havforskningsrapporten/2011/nb-no.

Havforskningsinstituttet. 2015. *Havforskningsrapporten 2015*.

http://www.imr.no/publikasjoner/andre_publikasjoner/havforskningsrapporten/2015/nb-no.

IMF. 2015. *International Money Fund: World Economic Outlook*.

<https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/02/pdf/text.pdf>.

Marine Harvest. 2015b. *Salmon Industry Handbook*.

<http://www.marineharvest.com/globalassets/investors/handbook/2015-salmon-industry-handbook.pdf>.

Menon Business Economics. 2013. *Fremtidens næringer i Nord*.

<http://www.menon.no/wp-content/uploads/18fremtidens-naringer-i-nord-sluttrapport-17-juni-2013.pdf>.

Nofima. 2014. *Eierendringer for havbrukskonsesjoner tildelt i 2009*.

<http://www.nofima.no/filearchive/rapport-4-2014-eierendringer-for-havbrukskonsesjoner-tildelt-i-2009-runden.pdf>.

Norges Bank. 2016a. *Pengepolitisk rapport 1/2016 med vurdering av finansiell stabilitet*.
<http://www.norges-bank.no/Publisert/Publikasjoner/Pengepolitisk-rapport-med-vurdering-av-finansiell-stabilitet/>.

NOU 1999:9. *Til laks åt alle kan ingen gjera?*
<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-1999-09/id141590/>.

PwC og NFF. 2015. *Risikopremien i det norske markedet 2015*.
<http://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremie/risikopremien-i-det-norske-markedet-2015.html>.

Regjeringen. 2011. *Effektiv og bærekraftig arealbruk i havbruksnæringen*.
https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/FKD/Vedlegg/Rapporter/2011/Effektiv_og_baerekraftig_arealbruk_i_havbruksnaeringen.pdf.

Regjeringen. 2012. *Verdiskapning basert på produktive hav i 2050*.
<https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/FKD/Vedlegg/Rapporter/2012/Verdiskapning-rapport-010812.pdf>.

Regjeringen. 2014. *Organisering av verdikjeder i norsk sjømatnæring*.
https://www.regjeringen.no/contentassets/2210a1545141461d8d4789da59659c32/delrapport_nou.pdf.

SINTEF. 2013. *Sektoranalyse for de marine næringene i Nord-Norge*.
https://www.sintef.no/globalassets/upload/fiskeri_og_havbruk/internasjonalt_radgivning/sektoranalyse-for-de-marine-naringer-i-nord-norge_2105.pdf.

SINTEF. 2014. *Innovasjon og kompetanse i sjømatindustrien*.
<https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/fkd/innovasjonkompetansesjomatindustrien.pdf>.

Sjømat Norge. 2011. *Norsk havbruk*.
http://sjomatnorge.no/wp-content/uploads/2014/04/eff_fhl_komplett_lowres.pdf.

Sjømat Norge. 2012. *Sjømat 2025 – Hvordan skape verdens fremste havbruksnæring*.
http://sjomatnorge.no/wp-content/uploads/2014/04/Rapport_sm2025.pdf.

St. meld. nr. 22. 2012-2013. *Verdens fremste sjømatnasjon.*

<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld-st-22-20122013/id718631/>.

St. meld. nr. 16. 2014-2015. *Forutsigbar og miljømessig bærekraftig vekst i norsk lakse- og ørretoppdrett.*

<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld.-st.-16-2014-2015/id2401865/>.

Teknologirådet. 2012. *Fremtidens lakseoppdrett.*

<https://teknologiradet.no/wp-content/uploads/sites/19/2013/08/Rapport-Fremtidens-lakseoppdrett.pdf>.

Internettbaserte kilder

BT. 2007. *Laks pop blant unge*.

<http://www.bt.no/matogdrikke/Laks-pop-blant-unge-1869038.html>. Sist avlest 05.04.2016.

Cermaq. 2014a. *About us: History*.

<http://www.cermaq.com/wps/wcm/connect/cermaqno/home/about+us/History>. Sist avlest 13.02.2016.

Cermaq. 2016. *Business areas: Fish farming*.

<http://www.cermaq.com/wps/wcm/connect/cermaqno/home/about+us/Business+areas/fishfarming>. Sist avlest 13.02.2016.

Damodaran. 2016a. *Ratings, Interest Coverage Ratios and Default Spread*.

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm. Sist avlest 06.02.2016.

Damodaran. 2016b. *Profit margins (net, operating, and EBITDA)*.

<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/marginGlobal.xls>. Sist avlest 21.02.2016.

Dagens Næringsliv. 2016. *Røkke blir lakseoppdretter*.

<http://www.dn.no/nyheter/finans/2016/03/18/0933/Norway-Royal-Salmon/rkke-blir-lakseoppdretter>. Sist avlest 04.04.2016.

Fish Pool. 2016a. *FPI weekly details*.

<http://fishpool.eu/price-information/spot-prices/weekly-details/>. Sist avlest 12.04.2016.

Fish Pool. 2016b. *Fish Pool concepts*.

<http://fishpool.eu/products/concept/>. Sist avlest 12.04.2016.

Fish Pool. 2016c. *Forward Prices*.

<http://fishpool.eu/price-information/forward-prices-3/>. Sist avlest 12.04.2016.

Fiskeridirektoratet. 2014. *Grønne tillatelser*.

<http://www.fiskeridir.no/iphone/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Kommersielle-tillatelser/Laks-oerret-og-regnbueoerret/Groenne-tillatelser>. Sist avlest 10.03.2016.

Fiskeridirektoratet. 2016a. *Rømmingsstatistikk*.

<http://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Statistikk-akvakultur/Roemningsstatistikk>. Sist avlest 02.03.2016.

Fiskeridirektoratet. 2016b. *Laks, regnbueørret og ørret*.

<http://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Statistikk-akvakultur/Akvakulturstatistikk-tidsserier/Laks-regnbueoerret-og-oerret>. Sist avlest 18.03.2016.

Fiskeridirektoratet. 2016c. *Utviklingstillatelser*.

<http://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Saertillatelser/Utviklingstillatelser>. Sist avlest 18.03.2016.

FN. 2016. *Verdens befolkning*.

<http://www.fn.no/Tema/Befolkning/Verdens-befolkning>. Sist avlest 15.03.2016.

Godfisk. 2016. *Laks – Makrell – Sild*.

<http://www.godfisk.no/Sjømatskolen/Fakta-om-fisk-og-skalldyr/Sild>,

<http://www.godfisk.no/Sjømatskolen/Fakta-om-fisk-og-skalldyr/Makrell> og

<http://www.godfisk.no/Sjømatskolen/Fakta-om-fisk-og-skalldyr/Laks>. Sist avlest 06.04.2016.

Grieg Seafood. 2016a. *Om Grieg Seafood*.

<http://www.griegseafood.no/grieg-seafood-asa-n/om-grieg-seafood/>. Sist avlest 22.02.2016.

Havforskningsinstituttet. 2009. *Oppdrett av torsk*.

http://www.imr.no/temasider/akvakultur/torskeoppdrett/oppdrett_av_torsk/nb-no. Sist avlest 03.04.2016.

iLaks. 2013. *Joker med høy risiko*.

<http://ilaks.no/joker-med-hoy-risiko/>. Sist avlest 08.03.2016.

iLaks. 2015. *NRS ser en steril fremtid*.

<http://ilaks.no/nrs-ser-en-steril-fremtid/>. Sist avlest 05.03.2016.

iLaks. 2016a. *Dødelige giftalger sprer seg i Chile*.

<http://ilaks.no/dodelige-giftalger-sprer-seg-i-chile/>. Sist avlest 05.03.2016.

iLaks. 2016b. *Marine Harvest satser på "egget"*.

<http://ilaks.no/marine-harvest-satser-pa-egget/>. Sist avlest 18.02.2016.

iLaks. 2016c. *NRS hamstrer egne aksjer*.

<http://ilaks.no/nrs-hamstrer-egne-aksjer/>. Sist avlest 26.05.2016.

IMF. 2016a. *IMF Primary Commodity Prices*.

<http://www.imf.org/external/np/res/commod/index.aspx>. Sist avlest 11.04.2016.

IMF. 2016b. *IMF eLibrary*.

<http://data.imf.org>. Sist avlest 30.03.2016.

Intrafish. 2014a. *Konseptet for grønne konsesjoner*.

http://www.intrafish.no/gratis_nyheter/article1393956.ece. Sist avlest 10.03.2016.

Intrafish. 2014b. *NRS' konsept*.

<http://www.intrafish.no/norsk/nyheter/article1389720.ece>. Sist avlest 12.03.2016.

Intrafish. 2015. *Norsk fisk taper for økt frihandel*.

<http://www.intrafish.no/norsk/nyheter/article1404419.ece>. Sist avlest 03.04.2016.

Intrafish. 2016. *Gode erfaringer med triploid laks*.

<http://www.intrafish.no/norsk/nyheter/article1432854.ece>. Sist avlest 06.04.2016.

Laks. 2016. *Laks ut i verden*.

<http://laks.no>. Sist avlest 05.04.2016.

Laksefakta. 2013. *Norge verdensledende på laks*.

<http://www.laksefakta.no/Arkiv/Nøkkelinfo/Norge-verdensledende-pa-laks>. Sist avlest 21.02.2016.

Laksefakta. 2016. *Laks til middag?*

<https://laksefakta.no/sunnhet-og-helse/laks-til-middag/>. Sist avlest 10.04.2016.

Lusedata. 2016. *Lusedata i excel*.

<http://lusedata.no/statistikk/excel/>. Sist avlest 09.04.2016.

Marine Harvest. 2016a. *Historie*.

<http://www.marineharvest.no/about/historie/>. Sist avlest 16.02.2016.

Marine Harvest 2016b. *Norges største oppdrettsselskap.*

<http://www.marineharvest.no/about/norges-storste/>. Sist avlest 16.02.2016.

Mattilsynet. 2016. *Dispensasjon til triploid fisk.*

http://www.mattilsynet.no/fisk_og_akvakultur/fiskevelferd/dispensasjon_til_triploid_fisk.22503. Sist avlest 12.05.2016.

Nord24. 2014. *Staten er pådriver for omstridt sterilisering av laks.*

<http://www.nord24.no/nyheter/staten-er-padrivere-for-omstridt-sterilisering-av-laks/s/1-5346252-7493285>. Sist avlest 03.04.2016.

Norges Bank. 2016b. *Statsobligasjoner daglige noteringer.*

<http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/>. Sist avlest 12.04.2016.

Norges Bank. 2016c. *Statsobligasjoner årgjennomsnitt.*

<http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>. Sist avlest 12.04.2016.

Norges Fiskeri- og Kysthistorie. 2016. *Band 5: Havbruk.*

<https://norges-fiskeri-og-kysthistorie.b.uib.no/bokverket/bind-5-havbrukshistorie/>. Sist avlest 10.01.2016.

Norges sjømatråd. 2016. *Laks og ørret for 50 milliarder i 2015.*

<http://www.seafood.no/Nyheter-og-media/Nyhetsarkiv/Pressemeldinger/Laks-og-orret-for-50-milliarder-i-2015>. Sist avlest 11.03.2016.

Norway Royal Salmon. 2016a. *Historie.*

<http://norwayroyalsalmon.com/no/Om-NRS/Historie>. Sist avlest 15.03.2016.

Norway Royal Salmon. 2016c. *Norway Royal Salmon og Aker med fremtidens offshoreoppdrett.*

<http://norwayroyalsalmon.com/no/Forside/Nyheter/Norway-Royal-Salmon-og-Aker-med-fremtidens-offshoreoppdrett>. Sist avlest 26.03.2016.

Oslo Børs. 2016a. *Børsmelding: Produksjon av triploid laks.*

<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=398918>. Sist avlest 11.04.2016.

Oslo Børs. 2016b. *Børsmelding: Produksjon av triploid laks.*

<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=402388>. Sist avlest 26.05.2016.

Oslo Børs. 2016c. *Børsmelding: Nærings- og fiskeridepartementet har gitt NRS Finnmark AS medhold i å sette ut triploid fisk i 2016.*

<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=402717>. Sist avlest 26.05.2016.

Oslo Børs. 2016d. *Børsmelding: Dom i ankesaken mot Nord Senja Laks AS.*

<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=402743>. Sist avlest 26.05.2016.

Regjeringen. 2016. *Skattesatser 2016.*

<https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-fradrag-og-belopsgrenser-i-2016/id2457143/>. Sist avlest 06.02.2016.

Reuters. 2016. *Norway Royal Salmon: Target price consensus revision.*

<http://www.4-traders.com/NORWAY-ROYAL-SALMON-AS-7693171/consensus/>. Sist avlest 11.04.2016.

SalMar. 2016a. *Historisk utvikling av SalMar konsernet.*

<http://www.salmar.no/Om-SalMar/Historie>. Sist avlest 19.02.2016.

SalMar. 2016b. *Ocean Farming/SalMar tildelt de første utviklingstillatelsene.*

<http://www.salmar.no/Presse/Pressemeldinger/aHR0cDovL2N3cy5odWdpbm9ubGluZS5jb20vUy8xMzg2OTUvUFIvMjAxNjAyLzE5OTAxMjMueG1s>. Sist avlest 02.03.2016.

SalMar. 2016c. *Virksomhetsområder.*

<http://www.salmar.no/Om-SalMar/Virksomhetsområder>. Sist avlest 19.02.2016.

Sjømatalliansen. 2014. *Markedsadgang for laks, sild, makrell og reker til EU.*

<http://www.sjomatalliansen.no/markedsadgang-for-laks-sild-makrell-og-reker-til-eu/>. Sist avlest 05.04.2016.

Sjømat Norge. 2014. *Hvor lenge kan vi akseptere EØS-løsningen for sjømat?*

<http://sjomatnorge.no/hvor-lenge-kan-vi-akseptere-eos-losningen-for-sjomat/>. Sist avlest 05.04.2016.

Statistisk Sentralbyrå. 2016. *Utenrikshandel med varer, tabell: 09283.*

<https://www.ssb.no/statistikkbanken>. Sist avlest 11.04.2016.

Presentasjoner og forelesninger

Guttormsen, Atle. 2013. *Hva påvirker lakseprisen.*

<http://www.europharma.no/downloads/lofotseminar/presentasjoner/Guttormsen.pdf>.

Kinserdal, Finn. 2015a. *Estimering av fremtidige investeringer og arbeidskapital.*

Norges Handelshøyskole, BUS425, forelesning 8a.

Kinserdal, Finn. 2015b. *Skatt.*

Norges Handelshøyskole, BUS425, forelesning 8b.

Kinserdal, Finn. 2015c. *Avkastningskrav.*

Norges Handelshøyskole, BUS425, forelesning 9.

Knivsflå, Kjell Henry. 2016a. *Kredittrisiko.*

Norges Handelshøyskole, BUS440, forelesning 8.

<http://course.nhh.no/master/bus440/>.

Knivsflå, Kjell Henry. 2016b. *Ramme og driftsinntekter.*

Norges Handelshøyskole, BUS440, forelesning 13.

<http://course.nhh.no/master/bus440/>.

Knivsflå, Kjell Henry. 2016c. *Uvisse i verdiestimatet.*

Norges Handelshøyskole, BUS440, forelesning 18.

Fremskrivingsformelen er noe modifisert, men tar utgangspunkt i Knivsflås formel.

<http://course.nhh.no/master/bus440/>.

Knivsflå, Kjell Henry. 2016d. *Oppsummering.*

Norges Handelshøyskole, BUS440, forelesning 20.

<http://course.nhh.no/master/bus440/>.

Lerøy Seafood. 2016b. *Kvartalspresentasjon Q4 2015.*

<https://www.leroyseafood.com/no/Investor/Rapporter/Finansielle-rapporter/>.

Tveterås, Ragnar. 2013. *Utvikling i verdens etterspørsel etter laks.*

Norges Sjømatråds Lakseseminar.

https://www.seafood.no/content/download/95699/1091719/file/Tveter%C3%A5s_Norges%20sj%C3%B8matr%C3%A5d_Lakseseminar_Oslo_2013_07_04.pdf.

Års- og kvartalsrapporter

Cermaq. 2010. *Annual report 2009.*

Cermaq. 2011. *Annual report 2010.*

Cermaq. 2012. *Annual report 2011.*

Cermaq. 2013. *Annual report 2012.*

Cermaq. 2014b. *Annual report 2013.*

Cermaq. 2015. *Annual report 2014.*

Grieg Seafood. 2009. *Annual report 2008.*

Grieg Seafood. 2010. *Annual report 2009.*

Grieg Seafood. 2011. *Annual report 2010.*

Grieg Seafood. 2012. *Årsrapport 2011.*

Grieg Seafood. 2013. *Årsrapport 2012.*

Grieg Seafood. 2014. *Årsrapport 2013.*

Grieg Seafood. 2015. *Årsrapport 2014.*

Grieg Seafood. 2016b. *Kvartalsrapport Q4 2015.*

Lerøy Seafood. 2009. *Årsrapport 2008.*

Lerøy Seafood. 2010. *Årsrapport 2009.*

Lerøy Seafood. 2011. *Årsrapport 2010.*

Lerøy Seafood. 2012. *Årsrapport 2011.*

Lerøy Seafood. 2013. *Årsrapport 2012.*

Lerøy Seafood. 2014. *Årsrapport 2013.*

Lerøy Seafood. 2015. *Årsrapport 2014*.

Lerøy Seafood. 2016a. *Kvartalsrapport Q4 2015*.

Marine Harvest. 2009. *Annual report 2008*.

Marine Harvest. 2010. *Annual report 2009*.

Marine Harvest. 2011. *Annual report 2010*.

Marine Harvest. 2012. *Annual report 2011*.

Marine Harvest. 2013. *Annual report 2012*.

Marine Harvest. 2014. *Annual report 2013*.

Marine Harvest. 2015a. *Annual report 2014*.

Marine Harvest. 2016c. *Quarterly report Q4 2015*.

Norway Royal Salmon. 2009. *Årsrapport 2008*.

Norway Royal Salmon. 2010. *Årsrapport 2009*.

Norway Royal Salmon. 2011. *Årsrapport 2010*.

Norway Royal Salmon. 2012. *Årsrapport 2011*.

Norway Royal Salmon. 2013. *Årsrapport 2012*.

Norway Royal Salmon. 2014. *Årsrapport 2013*.

Norway Royal Salmon. 2015a. *Årsrapport 2014*.

Norway Royal Salmon. 2015b. *Kvartalsrapport Q1 2015*.

Norway Royal Salmon. 2015c. *Kvartalsrapport Q2 2015*.

Norway Royal Salmon. 2015d. *Kvartalsrapport Q3 2015*.

Norway Royal Salmon. 2016b. *Kvartalsrapport Q4 2015*.

Eksportandelen oppgitt på side 8 i kvartalsrapporten er andel av total eksport. Figur 11 viser imidlertid disse tallene omregnet til andel av totalt salg.

SalMar. 2009. *Årsrapport 2008*.

SalMar. 2010. *Årsrapport 2009*.

SalMar. 2011. *Årsrapport 2010*.

SalMar. 2012. *Årsrapport 2011*.

SalMar. 2013. *Årsrapport 2012*.

SalMar. 2014. *Årsrapport 2013*.

SalMar. 2015. *Årsrapport 2014*.

SalMar. 2016d. *Kvartalsrapport Q4 2015*.

Tabell- og figuroversikt

Tabelloversikt

Tabell 1: Nøkkeltall Marine Harvest Group, 2015	25
Tabell 2: Nøkkeltall Lerøy Seafood Group, 2015	25
Tabell 3: Nøkkeltall SalMar, 2015.....	26
Tabell 4: Nøkkeltall Cermaq, 2014.....	27
Tabell 5: Nøkkeltall Grieg Seafood Group, 2015	27
Tabell 6: Nøkkeltall for NRS og de sammenlignbare virksomhetene	33
Tabell 7: Kontantstrøm for verdivurderingsformål.....	36
Tabell 8: Forventet befolkningsutvikling i BRIC-landene og EU-regionen.....	47
Tabell 9: Oppsummering av PESTEL	49
Tabell 10: Oppsummering av Porter.....	60
Tabell 11: SVIMA-rammeverket.....	62
Tabell 12: Lokalisering, midlertidig fortrinn	65
Tabell 13: Satsing på steril laks, midlertidig fortrinn	67
Tabell 14: Oppsummering av SVIMA.....	67
Tabell 15: SWOT-analyse.....	69
Tabell 16: Netto finansielle eiendeler	74
Tabell 17: Normalisering av EBITDA.....	76
Tabell 18: Avstemming av EBITDA segment mot EBITDA konsern: Eliminering	76
Tabell 19: Driftsinntekter og volum for NRS fordelt på segmenter	82

Tabell 20: Intervall for fremtidig volum på kort sikt (tonn)	86
Tabell 21: Intervall for fremtidige laksepriser på kort sikt	88
Tabell 22: Intervall for fremtidige driftsinntekter og vekst på kort sikt	89
Tabell 23: Intervall for fremtidig vekst i driftsinntekter på mellomlang sikt	91
Tabell 24: Intervall for fremtidige driftsinntekter på mellomlang sikt	91
Tabell 25: Intervall for fremtidig vekst i driftsinntekter på lang sikt.....	92
Tabell 26: Intervall for fremtidige driftsinntekter på lang sikt	92
Tabell 27: Eiendeler og omløpshastighet fordelt på segmenter	105
Tabell 28: Intervall for fremtidige varekostnader på kort sikt	111
Tabell 29: Intervall for fremtidige andre driftskostnader på kort sikt.....	112
Tabell 30: Intervall for fremtidige ekstraordinære hendelser på kort sikt	114
Tabell 31: Intervall for fremtidige driftskostnader og ekstraord. hendelser på kort sikt	114
Tabell 32: Intervall for fremtidig EBITDA-margin på kort sikt	114
Tabell 33: Intervall for fremtidig EBITDA-margin på mellomlang og lang sikt	116
Tabell 34: Historisk investeringsnivå NRS.....	116
Tabell 35: Intervall for fremtidige investeringer på kort, mellomlang og lang sikt.....	118
Tabell 36: Historisk endring i arbeidskapital NRS	119
Tabell 37: Intervall for fremtidig arbeidskapital på kort, mellomlang og lang sikt.....	120
Tabell 38: Historisk median og grenseverdi til forholdstall i ulike ratingklasser	127
Tabell 39: Syntetisk rating for NRS og de sammenlignbare virksomhetene	128
Tabell 40: Kontantstrøm nøytralt scenario: kort sikt	142

Tabell 41: Kontantstrøm nøytralt scenario: mellomlang og lang sikt.....	143
Tabell 42: Kontantstrøm optimistisk scenario: kort sikt.....	145
Tabell 43: Kontantstrøm optimistisk scenario: mellomlang og lang sikt	146
Tabell 44: Kontantstrøm pessimistisk scenario: kort sikt	148
Tabell 45: Kontantstrøm pessimistisk scenario: mellomlang og lang sikt	149
Tabell 46: Diskonterte kontantstrømmer etter skatt, nøytralt scenario.....	151
Tabell 47: Diskonterte kontantstrømmer etter skatt, optimistisk scenario	152
Tabell 48: Diskonterte kontantstrømmer etter skatt, pessimistisk scenario.....	152
Tabell 49: Vektet verdi av egenkapitalen	155
Tabell 50: Variabler i simuleringsanalysen	160
Tabell 51: Resultatet fra simuleringsanalysen	162
Tabell 52: Forklaring av variasjonen i verdiestimatet	163
Tabell 53: Pris/EBITDA	168
Tabell 54: Pris/Bok	168

Figuroversikt

Figur 1: Rammeverk for den fundamentale verdsettelsen	9
Figur 2: Utvikling i norsk lakseproduksjon (tonn).....	12
Figur 3: Spotpris Fish Pool Index (FPI), hel fersk laks, NOK/kg.....	15
Figur 4: Historiske forwardpriser og månedlig gjennomsnitt av faktisk spotpris, NOK/kg...16	
Figur 5: Hovedmarkedene for eksport av norsk laks 2013-2015.....	17
Figur 6: Det globale eksportmarkedet i 2014.....	18
Figur 7: Utvikling i matfiskkonsesjoner for laks og ørret i Norge.....	21
Figur 8: Utviklingen i tildelt og stående biomasse	22
Figur 9: Oversikt over de grønne konsesjonene.....	23
Figur 10: NRS sin verdikjede for lakseoppdrett	29
Figur 11: Salg av oppdrettslaks i 2015.....	29
Figur 12: Aksjekursutvikling NRS, indekstert.....	31
Figur 13: Rammeverk for den strategiske analysen.....	40
Figur 14: Historisk styringsrente og fremtidig rentebane	45
Figur 15: Michael Porters rammeverk	51
Figur 16: Relativ prisutvikling fra januar 1981 til april 2016.....	54
Figur 17: Produsenter av fiskefôr i 1998 og i 2014	55
Figur 18: Gjennomsnittlig havtemperatur i utvalgte regioner (°C)	63
Figur 19: Rapportert og omgruppert balanse	72
Figur 20: Inntektsutvikling (MNOK).....	79

Figur 21: Vekst i driftsinntekter og laksepris	80
Figur 22: Utvikling slaktet volum (tusen tonn).....	80
Figur 23: Årlig vekst slaktet volum	80
Figur 24: Årlig gjennomsnittlig vekst i BNP	91
Figur 25: Driftskostnader i prosent av driftsinntekter.....	93
Figur 26: Varekostnader i prosent av driftsinntekter	94
Figur 27: Varekostnader i prosent av driftskostnader	94
Figur 28: Varekostnader i prosent av driftsinntekter for segmentene.....	95
Figur 29: Varekostnader i prosent av sum driftskostnader for segmentene.....	95
Figur 30: Varekostnader som andel av produsert og solgt volum for segmentene.....	95
Figur 31: Andre driftskostnader i prosent av driftsinntekter	97
Figur 32: Andre driftskostnader i prosent av sum driftskostnader	97
Figur 33: Kostnadskomponenter av andre driftskostnader i prosent av driftsinntekter.....	98
Figur 34: Kostnadskomponenter av andre driftskostnader i prosent av driftskostnader	98
Figur 35: Andre driftskostnader i prosent av driftsinntekter for segmentene.....	100
Figur 36: Andre driftskostnader i prosent av sum driftskostnader for segmentene.....	100
Figur 37: Andre driftskostnader som andel av produsert og solgt volum for segmentene ...	100
Figur 38: EBITDA-margin NRS og sammenlignbare virksomheter på konsernnivå.....	102
Figur 39: EBITDA-margin NRS på segmentnivå.....	102
Figur 40: Omløpshastighet NRS og sammenlignbare virksomheter på konsernnivå	104
Figur 41: Omløpshastighet NRS på segmentnivå.....	104

Figur 42: EBITDA-rentabilitet NRS og sammenlignbare virksomheter på konsernnivå.....	106
Figur 43: EBITDA-rentabilitet NRS på segmentnivå.....	106
Figur 44: Historisk investeringsnivå i prosent av driftsinntekter.....	116
Figur 45: Historisk endring i arbeidskapital i prosent av driftsinntekter	119
Figur 46: Likviditetsgrad 1	122
Figur 47: Likviditetsgrad 2	123
Figur 48: Egenkapitalandel	124
Figur 49: Gjeld/EBITDA	125
Figur 50: EBITDA-rentabilitet.....	126
Figur 51: Vurderingsdiagram.....	138
Figur 52: Resultatet fra simuleringsanalysen.....	162
Figur 53: Variablenes påvirkning på verdiestimatet	164
Figur 54: Faktorens påvirkning på verdiestimatet	169
Figur 55: Handelsstrategi per 11.04.2016.....	173
Figur 56: Utviklingen i aksjepris, analytikerestimat og laksepris.....	174
Figur 57: Aksjekursutvikling etter verdsettelsestidspunktet.....	175